

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ**

**ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ  
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ»**

**КАФЕДРА ФИНАНСОВ**

**В.В. БОЧАРОВ, И.Н. САМОНОВА, В.А. МАКАРОВА**

# **УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА**

**Учебное пособие**

**ИЗДАТЕЛЬСТВО  
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО УНИВЕРСИТЕТА**

**ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ  
2009****ББК 65.261  
Б 87**

**Бочаров В.В., Самонова И.Н., Макарова В.А.** Управление стоимостью бизнеса: Учебное пособие.– СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009.– 124 с.

Данное пособие подготовлено в соответствии с учебной программой дисциплины «Управление стоимостью бизнеса» и предназначено для подготовки магистров второго года обучения направления «Экономика» (специализация «Финансовый менеджмент»), а также для студентов выпускных курсов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит».

Пособие охватывает основной круг вопросов, связанных с теорией, методологией и методикой стоимостного управления предприятием. Рассмотрены ключевые положения современных теоретических концепций, представлены модели и инструменты управления. Интегрированный подход к управлению, основанный на стоимости (VBM), опирается на такие современные технологии как KPI и BSC.

Рецензенты: д-р экон. наук, проф. **И.П. Скобелева**  
канд. экон. наук, доц. **Т.Г. Тумарова**

Учебное издание

**Бочаров Владимир Владимирович**  
**Самонова Ирина Николаевна**  
**Макарова Василиса Александровна**

**УПРАВЛЕНИЕ  
СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА**

Редактор Т.И. Рубцова

Подписано в печать 21.01.09. Формат 60x84 1/16.  
Усл. печ. л. 7,75. Тираж 200 экз. Заказ 37. РТП изд-ва СПбГУЭФ.

Издательство СПбГУЭФ. 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21.

**ISBN 978-5-7310-2406-8**

## ПРЕДИСЛОВИЕ

Отличительной чертой современной российской экономики является расширение самостоятельности хозяйствующих субъектов. Это требует поиска решений, ориентированных на повышение эффективности функционирования предприятия в долгосрочном периоде.

Стоимость предприятия – всеобъемлющий и долгосрочный показатель, отражающий результативность деятельности. С ростом стоимости фирмы увеличивается капитал, вложенный в нее акционерами, что позволяет получить доход от перепродажи принадлежащих им акций и повышает инвестиционную привлекательность бизнеса.

Управлять стоимостью можно только в том случае, если стоимостным принципам следуют сотрудники на всех уровнях организации. В этой связи основной задачей высшего руководства, внедряющего данную концепцию, является разработка системы ключевых факторов стоимости, т.е. конкретных параметров деятельности, определяющих в конечном итоге стоимость предприятия. Такая система должна быть продумана до самого детального уровня, где фактор стоимости увязывается с показателями, на основе которых принимаются решения, зависящие непосредственно от функциональных и оперативных менеджеров. Принимая то или иное управленческое решение, руководство предприятия должно соотносить последствия его влияния на деятельность предприятия, итоговым критерием которой является стоимость.

Таким образом, концепция управления предприятием, основанная на максимизации его стоимости, как показала жизнь, считается одной из самых успешных, поскольку изменение стоимости предприятия, будучи критерием эффективности хозяйственной деятельности, учитывает практически всю информацию, связанную с его функционированием.

Уже сегодня многие отечественные компании взяли для себя за ориентир максимизацию своей рыночной стоимости, и это относится не только к акционерным обществам. Каждой компании приходится прокладывать собственный путь к цели, исходя из своих стартовых позиций и индивидуальных установок.

В данном учебном пособии рассмотрены ключевые вопросы стоимостного управления с позиций современной теории и практики. В то же время всестороннее изучение дисциплины «Управление стоимостью бизнеса» должно быть основано на освоении студентом программы дисциплины, лекционного материала, соответствующей литературы и активной самостоятельной работе.

Студентам при изучении курса следует обратить внимание на стоимостную направленность обоснования финансовых решений. Теоретические концепции финансового менеджмента позволяют выявить фундаментальные факторы создания стоимости, а также дают ключ к пониманию механизмов влияния финансовых решений на показатели стоимости предприятия.

Интегрированный подход к управлению стоимостью невозможен без применения современных управленческих и финансовых технологий. Особое значение придается здесь стратегическим аспектам управления. В пособии рассмотрены основные положения систем сбалансированных показателей (ССП), раскрыты возможности создания стоимости посредством реструктуризации и т.п.

## Глава 1. СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА И СТОИМОСТНОЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ

### 1.1. Понятие стоимости бизнеса. Виды стоимости

Управление бизнесом, основанное на повышении его стоимости, зародилось в экономике Соединенных Штатов Америки, в 80-е годы XX века. В настоящее время большинство ведущих мировых компаний функционируют на принципах управления стоимостью. В западной практике этот подход получил название стоимостной менеджмент (VBM – Value-Based Management) или менеджмент, основанный на стоимости.

Основой процесса управления стоимостью бизнеса является сравнительный анализ стоимостной оценки и возможность повышения стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры активов, аккумуляция средств на главных направлениях развития бизнеса и сохранения корпоративного контроля. Внедрение подобной системы управления требует от менеджмента и персонала понимания принципов и резервов создания и повышения стоимости бизнеса.

На протяжении последних нескольких лет основанное на стоимости управление превратилось во всеобъемлющую дисциплину, известную как управление ради стоимости (MFV). В то время как основанное на стоимости управление подразумевало набор инструментов, которые стратеги компании могли использовать при решении важных проблем, управление ради стоимости являлось тем, что каждый руководитель должен был делать ежедневно.

Эволюция VBM в MFV произошла в результате признания того факта, что для обеспечения высокого возврата, термин «управление» в управлении ради стоимости должен включать в себя практически все, чем занимается руководство. Подобным же образом, текущая эволюция в мышлении, основанном на стоимости, происходит от потребности более широко понимать термин «стоимость».

Термин стоимость – неоднозначный и не должен употребляться без соответствующего определения. В зависимости от обстоятельств в один и тот же момент времени предприятие может иметь несколько различных стоимостей. Поэтому, приступая к оценке и управлению стоимостью, необходимо установить, о каком показателе стоимости идет речь.

**Стоимость является не фактом, а оценочным суждением, выносимым на основе доступных фактов и применимых методов выполнения**

*оценочных расчетов. Рыночная стоимость* отражает коллективное суждение всех участников сделок и зависит от активности данного рынка.

При использовании понятия стоимости при осуществлении оценочной деятельности указывается конкретный вид стоимости, который определяется предполагаемым использованием результата оценки. Так, в соответствии с Федеральным стандартом оценки № 2 «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)», утвержденным Приказом... от 20 июля 2007 г. № 255 определено, что при осуществлении оценочной деятельности используются следующие виды стоимости объекта оценки:

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

При определении *рыночной стоимости* объекта оценки определяется наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют 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 открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов, при этом срок экспозиции объекта на рынке должен быть достаточным для привлечения внимания достаточного числа потенциальных покупателей.

Разумность действий сторон сделки означает, что цена сделки – наибольшая из достижимых по разумным соображениям цен для продавца и наименьшая из достижимых по разумным соображениям цен для покупателя. Полнота располагаемой информации означает, что стороны сделки в достаточной степени информированы о предмете сделки, действуют, стремясь достичь условий сделки, наилучших с точки зрения каждой из

сторон, в соответствии с полным объемом информации о состоянии рынка и объекте оценки, доступным на дату оценки.

Отсутствие чрезвычайных обстоятельств означает, что у каждой из сторон сделки имеются мотивы для совершения сделки, при этом в отношении сторон нет принуждения совершить сделку.

В соответствии с законодательством рыночная стоимость должна определяться в следующих случаях:

- при изъятии имущества для государственных нужд;
- при определении стоимости размещенных акций общества, приобретаемых обществом по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества;
- при определении стоимости объекта залога, в том числе при ипотеке;
- при определении стоимости неденежных вкладов в уставный (складочный) капитал;
- при определении стоимости имущества должника в ходе процедур банкротства;
- при определении стоимости безвозмездно полученного имущества.

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

Для расчета ликвидационной стоимости объекта оценки определяется расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

При определении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

Для расчета кадастровой стоимости объекта оценки определяется методами массовой оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки. Кадастровая стоимость определяется, в частности, для целей налогообложения.

Следует отметить, что между определениями рыночной стоимости (РС) в международных стандартах оценки и ФСО существует ряд противоречий в логическом и понятийном планах (таблица 1.1).

Таблица 1.1

Рыночная стоимость как база оценки	МСО	ФСО
Определение	<p>Расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен актива на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения</p>	<p>При определении рыночной стоимости объекта оценки определяется наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;</li> <li>– стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;</li> <li>– объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;</li> <li>– цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;</li> <li>– платеж за объект оценки выражен в денежной форме.</li> </ul> <p>(Это определение основано на прежних американских стандартах USPAP)</p>
Характер определения	<p>Определение дано <u>«с позиции сделки»</u> (transaction based view) Хорошо сочетается с современными воззрениями «практической теории стоимостной оценки»</p>	<p>Определение дано с <u>«позиции широкого рынка»</u>, находящегося «в условиях конкуренции»; оно ближе к идеальному рынку, чем определение МСО, таким образом, оно более близко к «рыночной ценности».</p> <p>Хорошо сочетается с теоретическими воззрениями на идеальный рынок</p>
Границы применимости	<p>Подходит ко всем активам, которые могут участвовать в гражданском обороте, в том числе и к слаболиквидным активам</p>	<p>В силу широкорыночного характера этого определения многие слаболиквидные активы выходят за границы его применимости (в отличие от определения МСО). Например, согласно определению ФСО, <i>специализированные активы</i> не обладают рыночной стоимостью, поскольку, если бы</p>



		их можно было продать «на открытом рынке в условиях конкуренции», то они бы противоречили своей сущности и не были бы специализированными
--	--	---

Продолжение табл. 1.1

Рыночная стоимость как база оценки	МСО	ФСО
Результат применения	Стоимость будет учитывать реальные (наиболее вероятные) обстоятельства обмена. Кроме того, ее всегда необходимо квалифицировать при практическом применении дополнительными допущениями подразумеваемого обмена (см. МСО 2007, стандарт 2, руководство 3)	Весь спектр допущений установлен в самом определении, вне зависимости от наиболее вероятных обстоятельств обмена актива. Цель измерения всегда состоит в том, чтобы установить стоимость, достижимую «на открытом рынке в условиях конкуренции»
Последствия применения к некоторым активам	В силу общности определения наиболее вероятные обменные стоимости активов не будут искажаться за счет понятийных рамок определения	<i>При оценках бизнеса</i> такое определение <u>не</u> подразумевает потребность во введении ни скидок/премий за контроль, ни скидок на недостаток ликвидности. На «открытом рынке в условиях конкуренции» нет причин для возникновения таких скидок/премий.  Определение во многих случаях будет приводить к завышению реальной обменной стоимости активов

Прежде, чем перейти к подробному рассмотрению конкретных вопросов управления стоимостью бизнеса, необходимо определить основные теоретические посылки, связанные со стоимостным подходом и стоимостными моделями.

### Контрольные вопросы

1. Когда появилась концепция управления, основанного на стоимости, благодаря каким предпосылкам?
2. Какова связь между принципами корпоративного управления и менеджментом, основанным на управлении стоимостью?
3. Покажите место и роль концепции стоимостного управления в системе фундаментальных концепций финансового менеджмента
4. Дайте определение рыночной стоимости с учетом требований стандартов оценки.
5. В каких целях может осуществляться определение рыночной стоимости бизнеса?
6. Приведите классификацию видов стоимости бизнеса. Охарактеризуйте каждый из них.

## 1.2. Современные теоретические концепции управления стоимостью

Рассмотрим постулаты стоимостного подхода к управлению, основанные на теоретической базе финансового менеджмента:

- В каждый момент времени у организации и каждого ее элемента объективно и реально существует так называемая «истинная стоимость».
- Эта истинная стоимость равна сумме всех чистых (свободных) денежных потоков, которые будут созданы за все время существования данного бизнеса, дисконтированных по реальной дисконтной ставке, отражающей реально существующие риски отклонения истинных денежных потоков от ожидаемых (концепция «предопределенности будущего»).
- В силу объективного и неустранимого несовершенства способностей и инструментов аналитиков и менеджеров как чистые денежные потоки, так и дисконтная ставка могут быть оценены лишь приблизительно, с некоторой предельно возможной точностью.
- Практика показала, что этой точности вполне достаточно как для осуществления инвестиционных сделок (покупки и продажи бизнеса, привлечения инвестиций, публичного предложения акций и т.д.), так и для повседневного управления бизнесом и отдельными его элементами.
- Стоимость предприятия определяется на конкретный момент времени – дату оценки. Обычно требуемые инвестором ставка дохода и сумма предполагаемых доходов оцениваются на конкретный момент времени. Кроме того, оценка стоимости основывается исключительно на информации, собранной или спрогнозированной на тот же момент времени, который называется датой оценки.

Стоимость с течением времени меняется. Иногда резкие изменения происходят за очень короткий период. Изменение стоимости компании может произойти, как по причинам изменений, произошедших непосредственно в оцениваемой компании, так и в отрасли или в стране в целом. Поэтому очень важно согласовать дату оценки.

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

Так, в основе концепции А. Дамодарана лежат четыре фактора, воздействующих на стоимость:

- денежные потоки, генерируемые имеющимися в наличии активами;
- ожидаемый темп роста денежных потоков, образующийся за счет реинвестирования части прибыли или изменения отдачи инвестированного капитала;
- изменение продолжительности периода высокого роста денежных потоков;
- изменение стоимости имущества за счет изменения операционного риска инвестированного капитала, изменений пропорций долгового финансирования или изменения условий привлечений кредитов.

Исходя из этого, для повышения стоимости компании необходимо осуществлять следующие мероприятия: снижение себестоимости, ликвидацию убыточных активов, снижение эффективной налоговой ставки компании, более полное использование потенциала осуществленных капитальных вложений, эффективное управление запасами и использование рациональной кредитной политики; создание и поддержание конкурентных преимуществ.

Выделение обособленного фактора – продолжительности роста денежного потока имеет ключевое значение для прогностного и постпрогностного периода деятельности компании, позволяющего отразить преемственность концепции М. Портера и А. Дамодарана, поскольку обеспечение долговременных темпов роста денежного потока означает реализацию конкурентной стратегии.

Таким образом, уже на уровне целевых установок и ключевых факторов создания стоимости компании А. Дамодаран использовал модель конкурентной стратегии М. Портера и реализовал основной принцип стоимостного менеджмента – долгосрочный характер темпов роста денежных потоков.

В рамках концептуальной модели управления стоимостью А. Дамодаран разработал формализованную модель оценки стоимости компании. При этом суть его модели состоит в том, что она определяет *рост стоимости* компании на основе использования ключевых интегральных показателей ее деятельности, аккумулирующих факторы, отражающие способность компании генерировать и увеличивать темпы роста денежных потоков. Это принципиально меняет методологию оценки, приближает ее к системе управления компанией на основе ее стоимости.

Подобный подход, по мнению автора, позволяет учесть в модели перспективы развития компании и интересы акционеров. Во-первых, рентабельность вложенного капитала отражает отдачу на вложенные средства и определяет прибыль, которую предприятие 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 рост прибыли. Таким образом, фирма не может надеяться на рост прибыли от реализации без реинвестирования части этой прибыли в оборотный капитал и чистые капитальные расходы; а чистые капитальные затраты, которые требуются фирме для поддержания заданного темпа роста, должны быть обратно пропорциональны эффективности ее инвестиций.<sup>1</sup>

Подход Т. Коупленда, Дж. Муррина и Т. Коллера основан на анализе пентаграммы структурной перестройки предприятия. Отправной точкой анализа должна стать оценка текущей стоимости имущества исследуемой компании. Затем следует, как считают эти авторы, оценить фактическую и потенциальную стоимость компании с учетом внутренних улучшений, основанных на ожидаемых денежных потоках, и возможности увеличения стоимости посредством реструктуризации управления финансами. Далее эти оценки следует соотнести со стоимостью акций компании на фондовом рынке, чтобы оценить потенциальную выгоду акционеров от реорганизации компании. Это сравнение должно помочь выявить разрыв в восприятии будущих перспектив компании инвесторами и менеджерами.

Иной подход, разработанный К. Уолшем, основан на сбалансированности между прибылью, активами и ростом. Менеджерам предприятия рекомендуется заранее продумать и определить те максимальные темпы роста, которые компания может выдержать безболезненно. Согласно этому подходу, для заданного темпа роста потоки денежных средств от основной деятельности должны находиться в равновесии. Эта модель позволяет менеджерам сосредоточиться на фундаментальных факторах, от которых зависит общее состояние компании. Они связаны с прибылью, оборотными активами и темпами роста.

***Следует помнить, что стоимостной подход – не панацея; просто наилучший из существующих***

Управление ради стоимости – это не одна модель на всех. Каждая компания, принимающая MFV, настраивает его под себя, чтобы наилучшим способом разрешать проблемы и использовать возможности, встречающиеся у нее на пути. Очевидно, что выбор конкретного подхода к управлению стоимостью бизнеса зависит от специфики деятельности предприятия и предпочтений его менеджеров. Однако вне зависимости от

<sup>1</sup> Damodaran A. The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables», Stern School of Business. 1999; Damodaran A. Value Creation and Enhancement: Back to the Future, Stern School of Business, 1999.

выбранной модели внедрение стоимостного подхода в систему управления дает неоспоримые преимущества:

- создает общую цель и общий, универсальный язык общения для всех бизнес-единиц, региональных филиалов, функциональных подразделений и операционных единиц, что значительно повышает эффективность совместной работы (включая достижение оптимальных компромиссов);
- впервые позволяет построить действительно полностью интегрированную систему управления бизнесом, основанную на четкой иерархической структуре ключевых факторов стоимости бизнеса;
- вбирает в себя максимум информации о деятельности компании (так как составление корректных прогнозов денежных потоков компании или отдельного ее элемента на прогнозный период требуют наличия, обработки и анализа действительно максимально полного и оптимального объема информации, относящейся к деятельности компании или ее элемента);
- значительно повышает качество и эффективность принимаемых решений (за счет предоставления руководителям и ключевым специалистам действительно оптимального объема, структуры и формата информации, необходимой для принятия решений);
- позволяет оптимально сочетать долгосрочные и краткосрочные цели бизнеса;
- позволяет построить максимально эффективную и справедливую систему материальной компенсации сотрудников компании организации.

Одним из важнейших преимуществ стоимостного подхода к управлению является то, что этот подход впервые позволяет ликвидировать огромную пропасть между финансовыми и нефинансовыми (операционными) показателями, а также между финансовым и операционным управлением бизнесом. Это становится возможным благодаря выявлению и тщательному структурированию системы *ключевых факторов стоимости (КФС)*, с помощью которых и осуществляется управление бизнесом.

### **Контрольные вопросы**

1. Что представляет собой «истинная стоимость бизнеса» согласно концепции А. Дамодарана?
2. Назовите основные теоретические подходы Т. Коупленда и Дж. Муррина к управлению стоимостью бизнеса.

3. В чем состоит принципиальное отличие концепции Управления, основанного на стоимости (VBM) от концепции Управления, сфокусированного на стоимости (VFM)?

### **1.3. Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса**

Эффективное управление стоимостью компании во многом зависит от выбранных стратегических целей и разработки системы показателей, обеспечивающей руководителей информацией о результатах работы их менеджеров. Успех здесь зависит во многом от того, насколько правильно руководство сможет расставить приоритеты и определить факторы стоимости.

Основными факторами, определяющими стоимость (ценность) бизнеса являются:

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

Спрос определяется предпочтениями потребителей, которые зависят от того, какие доходы приносит данный бизнес собственнику, в какое время, с какими рисками это сопряжено, каковы возможности контроля и перепродажи данного бизнеса. Спрос на предприятие 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.

Будущие выгоды, которые может получить собственник объекта, зависят от характера операционной деятельности и возможности получить доход от продажи объекта после использования. Чаще всего под будущими выгодами понимается чистый денежный поток. Большое значение для формирования стоимости предприятия имеет время получения доходов. Одно дело, если собственник приобретает активы и быстро начинает получать прибыль от их использования, и другое дело, если

инвестирование и возврат капитала отделены значительным промежуточком времени.

На величине стоимости неизбежно сказывается и риск как вероятность получения ожидаемых в будущем доходов.

Одним из важнейших факторов, влияющих на стоимость, является степень контроля, которую получает новый собственник. Если предприятие покупается в индивидуальную частную собственность или если приобретается 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 предприятия, продавать или покупать его активы; реструктурировать и даже ликвидировать данное предприятие; принимать решение о поглощении других предприятий, определять величину дивидендов и т.д. В силу того, что покупаются большие права, стоимость и цена, как правило, будут выше, чем в случае покупки неконтрольного пакета акций.

Одним из важнейших факторов, влияющих при оценке на стоимость предприятия и его имущества, является степень ликвидности этой собственности. Рынок готов выплатить премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери части стоимости. Отсюда стоимость закрытых акционерных обществ должна быть ниже стоимости аналогичных открытых обществ.

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

Первостепенное значение в системе факторов стоимости принадлежит будущим выгодам от владения бизнесом. Какие же переменные влияют на размер будущих доходов а, следовательно, и на стоимость? Этими показателями являются:

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

Компания, которая зарабатывает более высокий доход на каждый доллар (рубль), вложенный в бизнес, будет стоить больше, чем аналогичная компания, зарабатывающая меньший доход на инвестированный капитал. Аналогично, быстро растущая компания будет стоить больше, чем компания с низкими темпами роста, при условии, что обе компании обеспечивают одинаковый доход на капитал.

Ниже приводится таблица зависимости стоимости компании от ставки дохода на вновь инвестированный капитал и темпа роста дохода, при условии, что ставка дохода на собственный капитал равна 10%, и чистая прибыль 1-го года – 100 ден. ед.



Таблица 1.2

Годовой темп роста чистой прибыли	Доход на вновь инвестированный капитал				
	7,5%	10%	12,5%	15%	20%
3%	887	1000	1068	1113	1170
6%	706	1000	1177	1295	1442
9%	410	1000	1354	1591	1886

Как видно из данной таблицы, стоимость компании может возрасти за счет различных комбинаций темпа роста и дохода на вновь инвестированный капитал. Эта таблица также показывает, что происходит, когда доход на вновь инвестированный капитал меньше требуемой ставки дохода на собственный капитал.

Если оба эти показателя равны, то дополнительный рост дохода не приводит ни к росту, ни к снижению стоимости. Если же доход на вновь инвестированный капитал ниже требуемой ставки дохода на собственный капитал, тогда дополнительный рост дохода приводит к снижению стоимости компании. В таком случае, компании не нужно реинвестировать заработанную прибыль, а лучше выплатить ее полностью акционерам в качестве дивидендов.

На практике последовательное создание стоимости требует дисциплинированного выбора, который нацеливал бы деятельность на три основных направления: конкурентное преимущество, возврат на капитал и рост. Последовательность важна: без преимущества или при отрицательном возврате рост разрушает стоимость.

***Итак, говоря об управлении стоимостью, следует учитывать, что речь идет об управлении системой факторов стоимости.***

В крупных компаниях такая система может включать множество факторов, управление которыми требует больших затрат. Поэтому первоочередной задачей является определение ключевых, наиболее значимых факторов, на которые должны быть направлены основные усилия по управлению стоимостью.

Ключевыми факторами стоимости (драйверами стоимости) являются те 20% факторов, которые, согласно хорошо известному «принципу Парето», определяют 80% стоимости компании.

Драйверы стоимости присутствуют во всех элементах компании – корпорации в целом, бизнес-единицах, бизнес-процессах, функциональных подразделениях, региональных филиалах, проектах и т.д. КФС бывают внутренние и внешние (по отношению к компании), финансовые и нефинансовые, количественные и качественные и т.д.

Финансовыми драйверами является, например, объем продаж в денежном выражении или размер дебиторской задолженности. Нефинансо-

вым количественным – дневной объем производства в натуральном выражении. Примером качественного драйвера является степень удовлетворенности клиента уровнем сервиса в компании. Внешним КФС может являться объем потребности того или иного целевого рынка (в натуральном или денежном выражении) в продуктах той категории, которые производит или продает компания.

Основополагающим достоинством системы драйверов стоимости по сравнению с любой другой системой показателей, используемых в управлении бизнесом, является то, что с помощью стоимостных моделей можно оценить влияние любого фактора – финансового и нефинансового, количественного и качественного – на создание стоимости в компании с точностью, вполне достаточной для того, чтобы ставить финансовые задачи операционным менеджерам, а также контролировать и стимулировать максимальную финансовую эффективность операционной деятельности.

Факторы стоимости могут быть распределены по нескольким уровням:

- общие факторы – в первую очередь рентабельность инвестированного капитала;
- показатели операционной прибыли и объема инвестированного капитала;
- факторы, которыми определяется прибыль компании (доход и издержки); направления инвестирования капитала (различные виды активов);
- уровень специфических факторов (клиентская база, эффективность использования ресурсов и т.п.)
- уровень оперативных факторов (цены на отдельные виды ресурсов, платежная политика, наличие поставщиков, дефицит ресурсов, стоимость ремонта основных средств и т.д.).

Необходимо определить степень влияния каждого фактора на стоимость компании (провести факторный анализ). Тестирование системы факторов имеет смысл производить на основе как обычной текущей деятельности, так и возможных критических ситуаций, таких как ценовые войны, дефицит сырья, негативные изменения законодательства и т.п.

### **Контрольные вопросы**

1. Назовите основные факторы, влияющие на стоимость бизнеса.
2. Какие факторы можно отнести к факторам макроэкономического риска?
3. Каковы основные источники информации о внешней среде деятельности предприятия?

4. Какие факторы можно отнести к факторам внутренних условий функционирования предприятия?
5. Какими финансовыми показателями можно выразить ключевые факторы стоимости?
6. Что такое драйверы стоимости?
7. Какие варианты факторных моделей стоимости вы знаете?

#### **1.4. Основные показатели эффективности управления стоимостью**

Для практической реализации системы управления бизнесом на основе КФС разрабатывается система целевых нормативов эффективности (систем показателей) и корпоративных стандартов. Целевыми нормативами эффективности являются конкретные значения КФС, установленные в виде плановых заданий компании в целом, бизнес-единицам, функциональным подразделениям, региональным филиалам, но, в конечном итоге, отдельным сотрудникам компании (так как конкретную работу выполняют вполне конкретные люди).

В качестве ключевых интегральных показателей А. Дамодаран рекомендует использовать рентабельность вложенного капитала и коэффициент реинвестирования. Подобный подход, по мнению автора, позволяет учесть перспективы развития компании и интересы акционеров. Во-первых, рентабельность вложенного капитала отражает отдачу на вложенные средства и определяет прибыль, которую предприятие 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 рост прибыли. Таким образом, фирма не может надеяться на рост прибыли от реализации без реинвестирования части этой прибыли в оборотный капитал и чистые капитальные расходы; а чистые капитальные затраты, которые требуются фирме для поддержания заданного темпа роста, должны быть обратно пропорциональны эффективности ее инвестиций.<sup>2</sup>

В модели показатели рентабельности инвестированного капитала (Return on investment Capital) и коэффициент реинвестирования (Reinvestment Rate) рассчитываются следующим образом:

---

<sup>2</sup> Damodaran A. The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables», Stern School of Business. 1999; Damodaran A. Value Creation and Enhancement: Back to the Future, Stern School of Business, 1999.

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

$$RR = ((CE - D) - \Delta NCWC) / EBIT(1 - T), \quad (2)$$

где  $ROIC$  – рентабельность капитала;  
 $EBIT$  – прибыль до выплаты процентов и налогов;  
 $T$  – ставка налога на прибыль;  
 $BD$  – балансовая стоимость обязательств;  
 $BE$  – балансовая стоимость акционерного капитала;  
 $RR$  – коэффициент реинвестирования;  
 $CE$  – капитальные затраты;  
 $D$  – амортизация;  
 $\Delta NCWC$  – прирост чистого оборотного капитала.

Перемножая выражения (1) и (2), получим:

$$ROC \cdot RR = \frac{(CE - D) - \Delta NCWC}{BD + BE}. \quad (3)$$

В правой части отражается темп прироста капитала как отношение приращения капитала к стоимости всего капитала. Именно такой рост должна иметь прибыль предприятия при постоянном коэффициенте реинвестиций и рентабельности. Отсюда:

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

где  $g$  – темп прироста прибыли.

Таким образом, темп прироста прибыли, определяющий потенциал развития компании, согласно модели А. Дамодарана, обусловлен рентабельностью активов и политикой компании в области реинвестирования.

Широко известны также факторные модели рентабельности собственного капитала (ROE), разработанные компанией DuPont.

В 70-80-е годы был разработан ряд показателей, отвечающих важнейшему требованию рыночной экономики – повышению благосостояния акционеров, а следовательно и капитализации. Наиболее известными и широко распространенными из них являются показатель «Чистая прибыль на обыкновенную акцию» (EPS) и показатель «Цена к доходу» (P/E). В настоящее время расчет показателя EPS является обязательным для акционерных обществ, а его значение должно быть отражено в публичной отчетности (Отчете о прибылях ф. № 2).

Развитие концепции денежных потоков привело к созданию целой группы показателей. В целях оценки и управления бизнесом чаще всего

применяются два из них: «Денежный поток для всего капитала» и «Денежный поток для собственного капитала».

*Денежный поток для всего капитала = Приток денежных средств – Отток денежных средств = [Выручка в базовом периоде \* (1 + темп роста выручки) \* Рентабельность продаж \* (1 – ставка налогообложения)] – чистые капитальные вложения – прирост чистого оборотного капитала<sup>3</sup>.*

Таблица 1.3

Развитие парадигмы определения стоимости и эффективности деятельности фирмы в экономической науке<sup>4</sup>

1930-50-е гг.	1970-е гг.	1980-е гг.	1990-е гг.
* Модели Дюпон (Du Pont Models)	* Чистая прибыль на одну акцию (EPS)	* Коэффициент соотношения рыночной и балансовой стоимости акций (M/B)	* Экономическая добавленная стоимость (EVA)
* Рентабельность инвестиций (ROIC)  * Рентабельность собственного капитала (ROE)	* Коэффициент соотношения цены акции и чистой прибыли на одну акцию (P/E)	* Рентабельность акционерного капитала (ROE)  * Рентабельность чистых активов (RONA)  * Денежный поток (Cash Flow)	* Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации (EBITDA)  * Рыночная добавленная стоимость (MVA)  * Денежный поток отдачи на инвестированный капитал (CFROI)

Денежный поток для акционерного капитала включает еще один параметр – долг, который вычитается из корректируемой выручки базового периода.

<sup>3</sup> Чистые капитальные вложения + прирост чистого оборотного капитала = увеличение инвестированного капитала. (Rapaport A. Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance. – New York: Free Press, 1996.)

<sup>4</sup> Редченко К. EVAлюция сбалансированной системы показателей. (Источник: www.iteam.ru).

В середине 80-х годов фирма Stern Stewart Management Services разработала показатель *EVA*, основанный на традиционной концепции бухгалтерского учета остаточного дохода *RI*. Несколько позже компания McKinsey предложила по сути похожий метод экономической прибыли *EP*.

Согласно концепции *EVA* стоимость бизнеса представляет собой балансовую стоимость, увеличенную на текущую стоимость будущих добавленных стоимостей. Разработчик этой модели Стерн Стюарт<sup>5</sup> доказал наличие корреляции между величиной показателя *EVA* и рыночной стоимостью, изучив данное соотношение по 618 американским компаниям (1990 г.).

Расчет *EVA* базируется на двух методах<sup>6</sup>:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C, \quad (5)$$

где *NOPAT* (Net Operating Profits After Taxes) – прибыль после выплаты налогов,

*WACC* – средневзвешенная стоимость капитала,

*C* – инвестированный капитал.

$$EVA = (ROI - WACC) \times C, \quad (6)$$

где *ROI* (Return on Investment) – рентабельность инвестированного капитала.

*EVA* также является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении. Увеличивая значение *EVA*, путем воздействия на факторы, участвующие в модели, менеджер увеличивает стоимость компании.

При этом увеличение стоимости бизнеса возможно:

1. За счет увеличения дохода от реализации и уменьшения величины затрат. Это может достигаться различными способами – через управление издержками (стратегия лидерства по затратам), повышение эффективности бизнес-процессов посредством реинжиниринга, посредством управления бизнес-портфелем и т.д. (стратегия дифференциации), сокращение нерентабельных производств и т.п.
2. Путем расширения, то есть вложения средств в инвестиционные проекты, рентабельность которых превышает затраты на капитал, вовлеченный в реализацию такого проекта.
3. Путем повышения эффективности управления активами – продажа непрофильных, убыточных активов, сокращение сроков оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов и т.д.

<sup>5</sup> Stewart G. Bennett. The quest for value: a guide for senior managers, Harper Business, 1990.

<sup>6</sup> Грязнова А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 2006.

4. Путем управления структурой капитала, ведущего к снижению средневзвешенной стоимости капитала, а, следовательно, к росту стоимости компании.

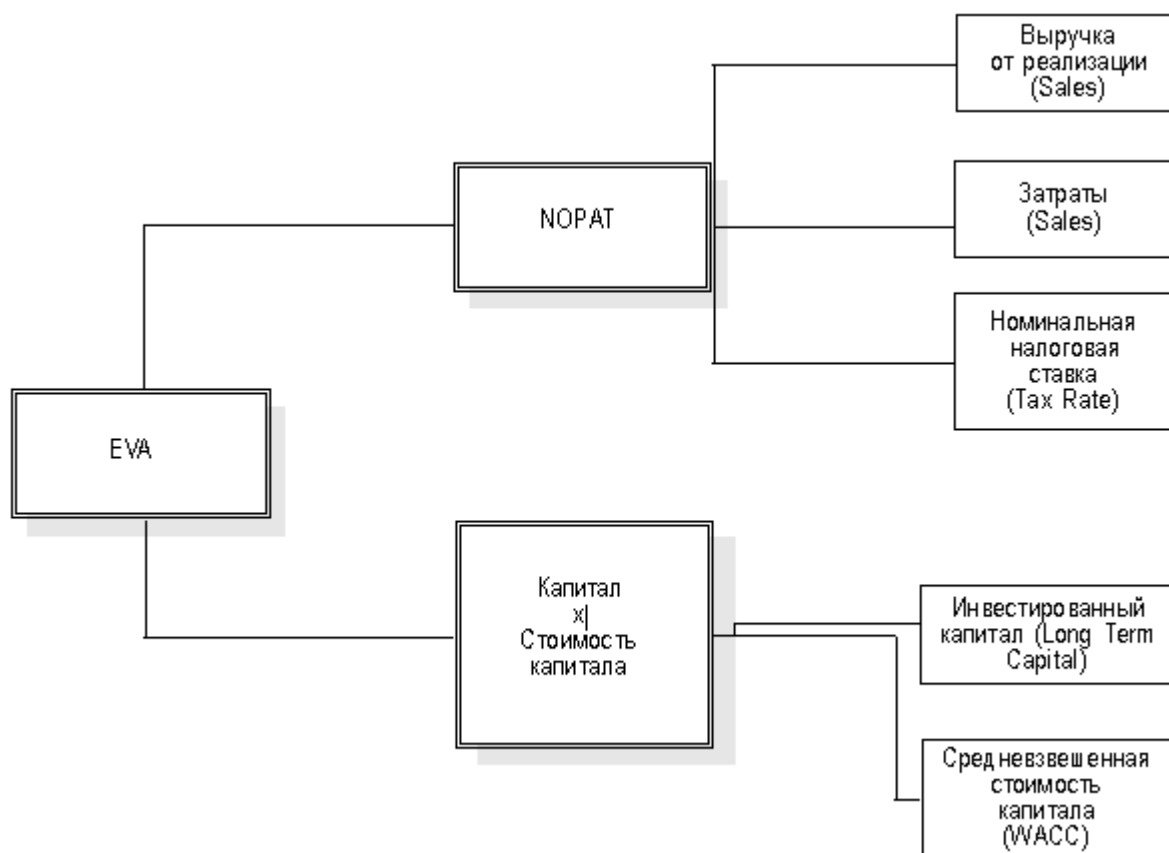


Рис. 1.1. Основные факторы, формирующие EVA

EVA является наиболее распространенным показателем для оценки процесса создания стоимости бизнеса. Причина этого в том, что данный показатель относительно легко рассчитывается, а также позволяет оценивать эффективность как предприятия в целом, так и отдельных подразделений. Однако простота расчета самого показателя EVA сочетается с трудностями, связанными с внесением существенных поправок относительно составляющих модели.

Наиболее значительными корректировками прибыли и величины капитала при расчете стоимости бизнеса на основе модели EVA являются:

- Стоимость части нематериальных активов (например, НИОКР), которые обеспечивают получение выгод в будущем; при расчете EVA должна капитализироваться, а не списываться в расходы. Таким образом, величина капитала должна быть скорректирована на величину капитализированных нематериальных активов за вычетом накопленной амортизации. На величину амортизации анализируемого периода должна быть откорректирована величина NOPAT.

- Общая сумма отложенных налогов (deferred taxes) прибавляется к величине капитала. Для расчета величины NOPAT прирост суммы отложенных налогов за рассматриваемый период также прибавляется к сумме прибыли.

- При расчете EVA необходимо измерить доход, генерируемый средствами, вложенными в предприятие. По этой причине при расчете величины капитала прибавляется накопленная гудвилл.

Показатель EVA имеет и 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 расчета. Кроме того, корректировки балансовой величины инвестированного капитала вносят дополнительный субъективизм в оценку стоимости бизнеса, поскольку не отражают реальной рыночной ситуации.

Существенный недостаток модели заключается также и в том, что основная часть добавленной стоимости при применении предложенных формул приходится на постпрогнозный период. Чтобы уменьшить влияние этого негативного фактора на практике используют не абсолютные значения EVA, а ежегодные приросты этого показателя, что усложняет трактовки их результатов и снижает аналитическую ценность модели.

По мнению исследователей,<sup>7</sup> показатель *Market Value Added (MVA)* – также очевидный критерий создания стоимости. С точки зрения теории корпоративных финансов MVA отражает дисконтированную стоимость всех настоящих и будущих инвестиций.

$MVA = \text{Рыночная капитализация (рыночная стоимость акционерного капитала)} + \text{Рыночная стоимость долга} - \text{Совокупный инвестированный капитал (балансовая стоимость)}$ <sup>8</sup>.

Стоимость бизнеса определяется как разница между рыночной стоимостью всего капитала компании и совокупным инвестированным капиталом.

В рамках данной модели оценка эффективности управления стоимостью основывается на следующих позициях:

- если рыночная капитализация / инвестированный капитал  $> 1$ , то есть MVA положительна, то рынок оценивает бизнес как бизнес, наращивающий стоимость (бизнес обладает положительным рыночным рейтингом и инвестиции в него выгодны),

- если  $ROIC^9 / WACC > 1$ , то бизнес также создает стоимость и выгоден для инвестиций.

<sup>7</sup> Грязнова А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 2006.

<sup>8</sup> Следует учитывать, что в балансовую оценку совокупного капитала должны быть внесены поправки для устранения искажений, вызванных методами учета и учетными принципами.

<sup>9</sup> Return on Invested Capital – чистая операционная прибыль, деленная на объем инвестиций.



Однако оценка эффективности функционирования бизнеса, ориентированная только на эту модель таит в себе опасность: возможно, что руководство будет принимать решения, оказывающие краткосрочное влияние на курсовую стоимость акций, но разрушающие стоимость в долгосрочной перспективе (например, программы сокращения затрат за счет масштабного сокращения бюджета НИОКР).

Некоторые исследователи<sup>10</sup> концептуально относят модель MVA к методам оценки и управления стоимостью, основанных на концепции EVA, и рассматривают MVA как модификацию (форму) модели EVA. Связь между рассматриваемыми показателями действительно существует. Так, например, рыночная стоимость, выраженная в показателе MVA, является, по сути, дисконтированной суммой всех будущих EVA.

Показатель *Shareholder Value Added (SVA)* – акционерная добавленная стоимость в работах Альфреда Раппапорта<sup>11</sup> определяется как приращение между двумя показателями – стоимостью акционерного капитала после некоторой операции и стоимостью того же капитала до этой операции. А. Раппапорт разработал модель, описывающую изменение стоимости компании и учитывающую изменения периода конкурентных преимуществ, текущего уровня продаж, ставки налога на прибыль, инвестиций в оборотный капитал, чистых капитальных вложений, средневзвешенной стоимости капитала.

В современном финансовом подходе часто используется и несколько иная трактовка этой модели: SVA – это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного капитала.

Эти показатели заложены в предложенный им расчет критерия, который характеризует изменение стоимости компании – добавленной акционерной стоимости (SVA). Графически соотношение между целевыми показателями стоимости (FCF, NOPLAT, NI, ЭД и MVA) иллюстрируется на рис. 1.2.

Основным недостатком данной модели является трудоемкость расчетов и сложности, связанные с прогнозированием финансовых потоков.

Показатель *Cash Flow Return on Investment (CFROI)* – денежный поток отдачи на инвестиции.

В рамках данной модели денежный поток отдачи на инвестиции (CFROI) определяется в соответствии с формулой:

CFROI = Скорректированные денежные притоки (cash in) в текущих ценах / скорректированные денежные оттоки (cash out) в текущих ценах.

<sup>10</sup> Грязнова А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 2006.

<sup>11</sup> Rappaport A. Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance. – New York: Free Press, 1996.

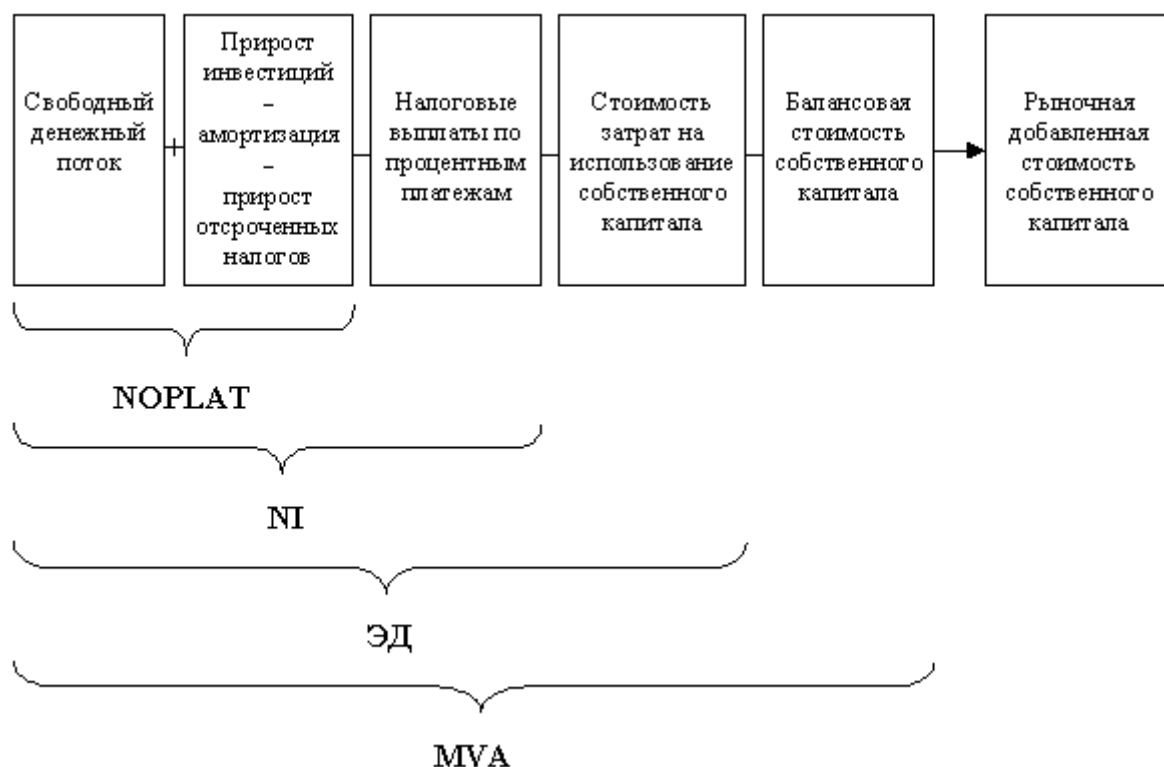


Рис. 1.2. Взаимосвязь стоимостных показателей

Расчет CFROI включает следующие этапы:

1. Выявление денежных притоков в течение экономического срока службы активов. Данный срок рассчитывается как отношение суммарной стоимости активов к амортизационным отчислениям.

2. Расчет величины суммарных активов, которая будет выступать в качестве оттока денежных средств.

3. Корректировка, как оттоков, так и притоков на коэффициент инфляции, то есть приведение их к текущим ценам.

4. Внесение ряда поправок в расчетные величины для нивелирования искажений, вызываемых различными системами отчетности. (Например, для расчета денежных притоков чистый доход корректируется на суммы амортизации, проценты по заемному капиталу, выплаты по договорам лизинга и т.д. Балансовая стоимость активов корректируется на суммы накопленной амортизации, стоимость имущества, полученного по договорам лизинга и т.д.)

5. Расчет CFROI в соответствии с формулой.

Если показатель CFROI превышает требуемый инвесторами средний уровень доходности, то бизнес создает стоимость; наоборот, если CFROI ниже требуемой доходности, то стоимость бизнеса будет снижаться.

Преимущество показателя CFROI – учет денежных потоков, генерируемых бизнесом, а также учет фактора инфляции (поскольку как денежные потоки, генерируемые существующими и будущими активами, так и

первоначальные инвестиции выражаются в текущих ценах). Одним из главных недостатков модели является то, что результат выражается не в сумме созданной (или разрушенной) стоимости, а в виде относительного показателя, поэтому для некоторых нефинансовых менеджеров интерпретация данного показателя может не быть столь же ясной, как, например, EVA. Кроме того, расчет показателя CFROI достаточно сложен, поскольку необходимо идентифицировать все денежные потоки, генерируемые как существующими, так и будущими активами.

Показатель (CVA, RCF)<sup>12</sup> используется в качестве отдачи от инвестированного капитала денежные потоки и учитывает (в отличие от показателя CFROI) в явном виде затраты на привлечение и обслуживание капитала из разных источников (средневзвешенную цену капитала). Расчет CVA (RCF) проводится в соответствии с формулой:

$$RCF = AOCF - WACC * TA, \quad (7)$$

где *RCF* – Residual Cash Flow – денежная добавленная стоимость,

*AOCF* (Adjusted Operating Cash Flows) – скорректированный операционный денежный поток,

*WACC* – средневзвешенная стоимость капитала,

*TA* – суммарные скорректированные активы (корректировки, вносимые при расчете указанных величин аналогичны тем, которые рассматривались при анализе концепции EVA).

Собственнику компании следует учесть, что подобная многоуровневая система демонстрирует зависимость факторов более высокого уровня от факторов более низкого уровня и показывает, каким образом показатель стоимости связан с текущей деятельностью. Например, совершенствование бизнес-процессов может привести к снижению текущих издержек компании. Это способствует росту операционной прибыли и повышению рентабельности всей деятельности и вложенного капитала.

### Контрольные вопросы

1. Перечислите целевые факторы стоимости и покажите их взаимосвязь.
2. Какими интегральными показателями оценивается эффективность менеджмента согласно VBM – подходу?
3. Назовите основные стоимостные показатели и их функции.
4. В чем смысл показателей MVA и SVA?
5. Что такое денежная добавленная стоимость?

<sup>12</sup> В практике оценщиков часто встречается другое название данного показателя – Residual Cash Flow (RCF).

## 1.5. Организация процесса управления стоимостью

Итак, стоимость бизнеса может быть увеличена путем управления определенными факторами. Разумеется, в разных отраслях эти факторы могут сильно различаться. Впрочем, практика показывает, что вне зависимости от отраслевой принадлежности можно выделить три основных способа влияния на стоимость компании. Перечислим их.

Способ первый. Реализация инвестиционных проектов (модернизация действующего производства, строительство новых производственных мощностей и расширение инфраструктуры, повышение качества продукции в соответствии с возрастающими потребностями рынка) — наиболее распространенный сейчас способ увеличения стоимости компании. Привлекая внешних инвесторов, фирма может повысить свою стоимость. Причем прирост стоимости может быть больше, чем вложенные средства. Понятно, что реализация крупных инвестиционных проектов наиболее эффективна для производственных предприятий.

Общими рекомендациями руководителю при этом способе увеличения стоимости компании могут быть:

- жесткий отбор инвестиционных проектов по критерию их значимости для стоимости компании;
- из проектов, прошедших первый этап отбора, необходимо выбрать те, которые демонстрируют наилучшие финансовые показатели с точки зрения инвестиционного анализа (NPV, IRR, PI и т.п.).

Способ второй. Структурная перестройка компании (реформирование, реструктуризация). Этот способ эффективен для крупных многопрофильных компаний с многолетней историей существования. Он широко применяется на Западе; в последнее время многие российские фирмы также используют его для увеличения стоимости. Материальные затраты на проведение реформирования компании, как правило, существенно ниже возможных затрат при реализации инвестиционной программы: ведь предприятие повышает эффективность действующего производства. Основной риск — риск управления. Учетные, информационные, контрольные и отчетные системы фирмы могут оказаться не готовыми реализовывать свои функции в процессе реформирования. Поэтому особое значение приобретает уровень квалификации управленческих кадров.

Руководителю компании можно порекомендовать провести детальный анализ вероятности сопротивления персонала изменениям. Подобное сопротивление присутствует при реализации любых проектов, однако особенно часто оно возникает при изменении систем управления. Разъяснение персоналу целей и задач проводимых изменений вовлечет менеджеров предприятия в процесс реформирования, разовьет у них чувство причастности и дополнительной ответственности за происходящее.

*Способ третий. Прозрачность и открытость предприятия.* В сегодняшнем российском бизнесе существует расхождение между внешней оценкой стоимости компании (со стороны потенциальных инвесторов и кредиторов) и тем, как ее оценивают менеджеры и собственники. Эта разница обусловлена тем, что субъекты внешней среды обладают, как правило, меньшей информацией о компании по сравнению с менеджментом и собственниками. Поэтому проведение мероприятий, повышающих прозрачность и открытость бизнеса, способно увеличить стоимость компании.

Этот способ, так же, как и действия по реструктуризации фирмы и реинжинирингу бизнес-процессов, не требует столь существенных затрат, как реализация инвестиционных проектов, но может быстро увеличить стоимость компании.

Правильно налаженное управление стоимостью означает, что все устремления компании, аналитические методы и приемы менеджмента направлены к одной общей цели: помочь компании максимизировать свою стоимость, строя процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости. Управление стоимостью принципиально отличается от систем планирования, принятых в 60-80-е годы. Оно перестало быть функцией исключительно руководящего аппарата и призвано усовершенствовать принятие решений на всех уровнях организации.

При хорошо отлаженном управлении стоимостью управленческие процессы, такие как планирование и оценка результатов деятельности, обеспечивают тех, кто принимает решения на разных уровнях организации, верной информацией и необходимыми стимулами для создания новой стоимости. Так, руководителю деловой единицы нужны данные, которые позволили бы ему количественно определить и сравнить стоимости альтернативных стратегий его предприятия. Имея такую возможность, он будет стремиться выбрать стратегию, максимизирующую стоимость, поскольку его побуждают к этому конкретные финансовые цели, установленные для него высшим руководством, соответствующая система оценки труда и материального поощрения, а также (и это, вероятно, самое главное) постоянный пересмотр стратегии совместно с высшим руководством. Оценивать работу менеджера следует, исходя из долгосрочных и краткосрочных целевых нормативов, которые служат показателями успеха в достижении конечной общей цели создания новой стоимости.

Управление стоимостью действует и на других уровнях организации. Для производственных менеджеров и руководителей отделов могут быть установлены такие цели и критерии оценки труда, которые, с учетом конкретных обстоятельств, привязаны к единой стратегии деловой единицы. Например, у производственного менеджера это могут быть целевые нормативы удельных издержек производства, качества и оборачиваемости запасов. Для каждого отдела или функциональной области деловой еди-

ницы можно выработать свои долго- и краткосрочные цели, так чтобы в сочетании они обеспечивали выполнение общих задач, стоящих перед данной деловой единицей. Управление стоимостью оправдывает себя и на самом высшем уровне организации. Эта система снабжает совет директоров и корпоративный центр информацией о стоимости различных стратегий и помогает оценивать слияния, поглощения и расформирования. Обязательными элементами регулярной системы управления стоимостью являются:

- инструменты управления стоимостью;
- менеджмент, достаточно подготовленный для того, чтобы квалифицированно использовать эти инструменты в повседневном режиме;
- система вознаграждения, которая мотивирует менеджмент использовать инструменты управления стоимостью наиболее эффективным образом;
- регулярные процессы управления, которые помогают, а не препятствуют деятельности по созданию стоимости;
- эффективный собственник, который поощряет менеджмент и помогает ему в создании стоимости.

Управление стоимостью вернее всего понимать как союз стоимостного мышления и управленческих инструментов (процессов и систем), необходимых для перевода этого мышления на язык конкретных действий. Одной из этих составляющих явно недостаточно для успеха. Только в совокупности они могут принести заметный и устойчивый положительный результат.

Наличие *стоимостного мышления* означает, что менеджеры высшего звена по взаимному согласию видят свою главную финансовую задачу в максимизации стоимости и руководствуются четкими правилами, определяющими, в каких случаях другие задачи – например, обеспечение занятости или защита окружающей среды – перевешивают главную; более того, у них есть твердое, основанное на научном анализе понимание того, какие параметры деятельности влияют на стоимость компании.

Например, менеджеры обязаны знать, приведет ли ускорение роста доходов или повышение нормы прибыли к созданию новой стоимости, и должны обеспечить все необходимое, чтобы в рамках используемой стратегии ресурсы и усилия были направлены на улучшение ключевых показателей. Аналитические инструменты управления стоимостью, такие как стоимостная оценка методом дисконтированного денежного потока и анализ факторов стоимости, в достаточной мере вооружают компании для принятия решений, способствующих созданию новой стоимости.



Рис. 1.3. Основные направления деятельности по созданию стоимости компании<sup>13</sup>

*Управленческие процессы и системы* – к которым относятся планирование, выработка целевых нормативов, оценка результатов и системы материального поощрения, необходимые любой компании для ведения бизнеса, – побуждают менеджеров и других работников добиваться максимизации стоимости своей организации. Эти процессы оказываются действенными лишь в том случае, когда обмен информацией внутри организации при планировании, составлении смет и бюджетов, принятии других решений строится на стоимостных принципах.

Весь процесс подготовки к управлению стоимостью предприятия, как правило, осуществляется в четыре этапа.

*Первый этап.* Анализ ситуации (диагностика предприятия) и оценка текущей стоимости компании (бизнеса).

На данном этапе:

- проводится диагностика реального положения предприятия с учетом всех направлений и систем: маркетинга, сбыта, производства, управления и т.д.;

<sup>13</sup> Руслан Обухов. Максимизация стоимости компании. Финансовый директор. – 2005. – № 1. – С. 12-17. (Украина).

- определяется стоимость бизнеса на текущий момент.

С одной стороны, это этап диагностики, с другой — определение базового уровня, в сравнении с которым впоследствии можно будет оценить эффективность предпринятых действий.

Основная цель оценки заключается в определении стоимости активов фирмы (бизнеса), что необходимо заказчику для принятия управленческих решений. В проведении оценочных работ заинтересованы не только непосредственно менеджмент предприятия, но также и различные государственные и коммерческие организации, а также физические лица. Стороны, заинтересованные в оценке бизнеса определяют ее цели. Они зависят от экономических интересов субъектов оценки (см. табл. 1.4).

Оценку стоимости отдельных видов активов организации 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;

Второй этап. Корректировка стратегии развития компании в направлении увеличения стоимости. На данном этапе:

- формируется система ключевых факторов стоимости;
- проводится ее тестирование;
- определяются целевые качественные и количественные значения ключевых факторов стоимости;
- проводится согласование стратегии предприятия с целевыми значениями ключевых факторов стоимости;
- выбирается оптимальная из возможных альтернативных стратегий развития предприятия.

Критерий выбора — максимальный уровень будущей стоимости.

После этого рассматриваются пути, с помощью которых можно достигнуть названных показателей. В стратегии указываются целевые значения факторов стоимости более высокого уровня (например, уровня прибыли, который может быть достигнут при целевом уровне стоимости сырья для основной продукции). Далее сравниваются различные варианты стратегии предприятия (например, стратегия, нацеленная на развитие собственной сбытовой сети, и стратегия работы с посредниками). Оптимальной считается та, которая обеспечит больший рост стоимости предприятия.



Таблица 1.4

Субъект оценки	Цели оценки
Предприятие как юридическое лицо	Обеспечение экономической безопасности
	Разработка планов развития предприятия
	Выпуск акций
	Оценка эффективности менеджмента
Собственник	Выбор варианта распоряжения собственностью
	Составление объединительных и разделительных балансов при реструктуризации
	Обоснование цены купли-продажи предприятия или его доли
	Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия
Кредитные учреждения	Проверка финансовой дееспособности заемщика
	Определение размера ссуды, выдаваемой под залог
Страховые компании	Установление размера страхового взноса
	Определение суммы страховых выплат
Фондовые биржи	Расчет конъюнктурных характеристик
	Проверка обоснованности котировок ценных бумаг
Инвесторы	Проверка целесообразности инвестиционных вложений
	Определения допустимой цены покупки предприятия с целью включения его в инвестпроект
Государственные органы	Подготовка предприятия к приватизации
	Определение облагаемой базы для различных видов налогов
	Установление выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства
	Оценка для судебных целей

«Подводный камень» этого этапа – последовательность выполнения работ. Если недостаточно грамотно и профессионально выполнены первые работы, неизбежны ошибки на следующих и будут получены результаты, которые направят компанию по ложному пути.

Третий этап. Разработка плана мероприятий (бизнес-плана) в соответствии с выбранной стратегией. На данном этапе:

- разрабатывается план изменений в организационно-функциональной структуре для установления зон ответственности подразделений компании;
- разрабатывается план производства, маркетинга, сбыта, ориентированный на достижение целевых показателей факторов стоимости, определенных на этапе формирования (корректировки) стратегии;
- определяются значения факторов стоимости более низкого уровня, изменение которых влияет на факторы стоимости высших уровней;
- готовится план инвестиционных программ;
- разрабатываются мероприятия по управлению рисками.

Таким образом, составляется бизнес-план, охватывающий все аспекты деятельности предприятия. Сроки разработки, как правило, – 1–1,5 месяца. Можно сказать, что этот этап наиболее понятен большинству российских фирм. Ведь он связан с планированием, которое в той или иной степени осуществляется в любой компании.

Сложность этого этапа состоит в необходимости создать систему критериев, которые позволят руководителю оперативно оценить эффективность тех или иных мероприятий.

Если критерии оценки эффективности деятельности компаний устанавливаются на основе общепринятых финансовых показателей, то оценивать эффективность изменений в некоторых других областях (управление, маркетинг) все же лучше с учетом их специфических особенностей.

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

Данный этап — один из самых важных и продолжительных. Его основные действия:

- факторы стоимости распределяются по структурам компании и исполнителям как объекты контроля и ответственности;
- менеджеры компании разрабатывают методы управления факторами стоимости;
- ведется мониторинг исполнения плана и аналитическая работа; выявляются количественные и качественные отклонения достигнутых значений соответствующих показателей от целевого уровня, осуществляются действия по устранению отклонений; при необходимости изменяются цели и корректируются планы.

Какие сложности возможны на данном этапе? Практика показывает, что это в первую очередь сопротивление изменениям, оказываемое со-

трудниками на различных уровнях компании. Нарушение плановых сроков – обычная проблема. Чтобы ее решить, применяется корректировка бизнес-планов по срокам и необходимым материальным ресурсам. Возможно также изменение последовательности действий.

Чтобы четвертый этап прошел успешно, топ-менеджеры компании должны сосредоточить внимание на мотивации персонала, на разъяснении необходимости и значимости изменений. Это требуется для того, чтобы изменения не насаждались исключительно «сверху» (большинство подобных проектов провалились), а поддерживались персоналом «снизу».

Для реализации всех вышеупомянутых задач, руководитель может создать самостоятельное подразделение, придав ему следующие функции: анализ существующей ситуации; разработка стратегии; бизнес-планирование; контроль за изменениями внешней среды бизнеса, исполнением и корректировкой бизнес-плана.

Другой вариант – привлечение консультанта, обладающего соответствующим опытом для помощи на наиболее сложных этапах. Разработка и внедрение полной и многоуровневой системы управления стоимостью – достаточно длительный процесс, занимающий не менее 1–2 лет. Возможно внедрение этой системы по частям. При этом участие консультанта позволяет оптимизировать сроки проведения работ и ускорить получение результата.

### **Контрольные вопросы**

1. Какие элементы должна включать система управления стоимостью на предприятии?
2. Что представляет собой понятие «стоимостное мышление»?
3. Перечислите этапы создания системы управления стоимостью бизнеса. Охарактеризуйте каждый из них.
4. Какие организационные мероприятия могут увеличить стоимость бизнеса в краткосрочном периоде?
5. Какими способами можно добиться стратегического преимущества в стоимости?

## Глава 2. ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

### 2.1. Принципы оценки активов (бизнеса)

Принципы оценки можно разделить на три группы:

- основанные на представлениях пользователя (собственника);
- связанные с эксплуатацией собственности;
- обусловленные действием рыночной среды.

Таблица 2.1

Классификация принципов оценки активов (бизнеса)

Наименование группы принципов	Принципы оценки
Основанные на представлениях пользователя (собственника)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Полезность</li> <li>2. Замещение</li> <li>3. Ожидание</li> </ol>
Связанные с эксплуатацией собственности	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Вклад</li> <li>2. Остаточная продуктивность</li> <li>3. Динамика доходов</li> <li>4. Сбалансированность</li> <li>5. Экономическая величина</li> <li>6. Экономическое разделение</li> </ol>
Обусловленные действием рыночной среды	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Зависимость</li> <li>2. Соответствие</li> <li>3. Предложение и спрос</li> <li>4. Конкуренция</li> <li>5. Изменение</li> </ol>

Наличие множества принципов оценки не означает, что их можно использовать все сразу. В каждой конкретной ситуации выделяют основные и вспомогательные принципы. 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 не дает реальной картины проявления отдельных принципов. Вместе с тем по мере развития рыночных отношений действие объективных принципов оценки бизнеса будет усиливаться.

Рассмотрим содержание первой группы принципов. Основным критерием определения стоимости любого объекта для собственника служит его способность приносить пользу в конкретном месте и в течение фиксированного времени. *Принцип полезности* состоит в том, что чем больше бизнес способен удовлетворять потребности собственника, тем выше его

стоимость. С позиции любого пользователя оценочная стоимость фирмы не должна превышать минимальной цены на аналогичные компании с такой же полезностью. Следует иметь в виду, что за объект нецелесообразно платить больше, чем может стоить создание нового объекта с аналогичной полезностью в разумные сроки. Замещающий объект не всегда должен быть точным аналогом, но желательно, чтобы он был похож на оцениваемый объект. Поэтому пользователь рассматривает его как желаемый заменитель.

Принцип замещения формулируют следующим образом: максимальную стоимость определяют минимальной ценой, по которой может быть приобретен другой объект собственности с такой же полезностью. Данный принцип положен в основу трех традиционных подходов к оценке стоимости бизнеса: доходного, рыночного (сравнительного) и затратного.

С принципом полезности тесно связан принцип ожидания (предвидения). Полезность фирмы определяют тем, во сколько сегодня оценивают прогнозируемые будущие доходы (ожидаемую выручку от перепродажи объекта).

Принцип ожидания заключается в определении текущей стоимости дохода, который может быть получен в будущем от владения компанией. При этом целесообразно учитывать объем и продолжительность получения ожидаемого будущего дохода. Процесс приведения будущих доходов к их текущей стоимости называют дисконтированием.

Вторая группа принципов обусловлена эксплуатацией объектов и связана с представлением пользователей.

Принцип вклада означает, что доходность любой экономической деятельности характеризуют четырьмя факторами производства: землей, рабочей силой, капиталом и управлением. Для оценки стоимости фирмы необходимо знать вклады каждого в формирование ее дохода. Данный принцип означает, что включение дополнительного актива в имущество компании экономически выгодно для нее, если прирост стоимости выше затрат на приобретение этого актива. Каждый фактор должен быть возмещен из доходов, создаваемых предпринимательской деятельностью. Поскольку земельные участки относятся к недвижимому имуществу, то факторы рабочей силы, капитала и управления должны быть привлечены к их использованию.

Принцип остаточной продуктивности земельного участка означает, что владельцу дается возможность извлекать максимальный доход или до предела минимизировать затраты на пользование им. Остаточную продуктивность земельного участка устанавливают как чистый доход после того как оплачены расходы на рабочую силу, эксплуатацию капитала и менеджмент. Производственные факторы учитывают только исходя из их

воспроизводства и места в обороте капитала. С данной точки зрения устаревшее технологическое оборудование потребует полной замены, монтажа и монтажа нового оборудования, что должно быть учтено при оценке стоимости фирмы.

Принцип увеличивающихся или понижающихся доходов означает, что по мере добавления ресурсов к остальным 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 добавляемые ресурсы.

Остальные принципы второй группы (сбалансированность, экономическая величина, экономическое разделение) связаны со специфическими условиями эксплуатации земельных участков и правами собственности на них.

Третья группа принципов обусловлена действием рыночной среды. Например, принцип зависимости определяется местом расположения объекта, которое является одним из наиболее важных факторов, влияющих на стоимость недвижимости. Качество месторасположения зависит от того, насколько физические характеристики объекта соответствуют принятому в данном регионе типу землепользования, а также от его близости к экономической инфраструктуре. Если в окружающей системе землепользования или в экономической среде объекта недвижимости происходят изменения, то это может повлиять на его стоимость. Потоки доходов от объекта недвижимости зависят от того, как место расположения объекта связано с рынком пользователя. Следовательно, стоимость конкретного объекта подвержена влиянию внешних факторов и сама воздействует на величину стоимости других объектов в районе его расположения.

Принцип соответствия заключается в том, что проект не отвечающий рыночным стандартам, вероятнее всего проиграет в финансовом отношении. Другой пример: фирма не отвечающая требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности, менеджменту, скорее всего, будет оценена ниже среднего уровня. Соответствие выражает, в какой степени архитектурный стиль и уровень удобств, предлагаемые к застройке земли, отвечают потребностям и ожиданиям пользователя.

Принцип конкуренции состоит в том, что при усилении конкурентной борьбы может происходить снижение потока доходов или их увеличение с учетом фактора риска. Данный принцип важен для профессиональных оценщиков, стремящихся оценить стоимость потока доходов, превышающих среднюю рыночную величину. Если получение дополнительной прибыли не связано с долгосрочной арендой капитальных активов (например

недвижимости) или другой существенной причиной, то поток доходов следует рассматривать осторожно.

Принцип изменения выражается в том, что стоимость объекта оценки не остается стабильной, она изменяется с течением времени вследствие влияния физического износа. Поэтому она подлежит соответствующей корректировке.

Наконец, принцип наилучшего и наиболее эффективного использования активов – это синтез принципов всех трех групп, которые были рассмотрены ранее. Оценщики определяют данный принцип следующим образом: возможный и разумный вариант использования, который обеспечит объекту (активу) максимальную текущую стоимость, определенную на конкретную дату оценки. Данный принцип имеет важное значение для анализа различных факторов, влияющих на стоимость активов фирмы и бизнеса в целом.

## 2.2. Подготовка информации для проведения оценки

Информация может черпаться из нескольких источников, как то: оцениваемая компания, фондовый рынок, различная статистическая информация, маркетинговые исследования и т.д. Эта информация должна охватывать:

- Общую характеристику предприятия, его историю и перспективы развития.
- Финансовую информацию о предприятии за предыдущие годы.
- Общую характеристику отраслей, которые оказывают влияние на данное предприятие; их текущее состояние.
- Экономические факторы, оказывающие влияние на данное предприятие.
- Состояние рынка капиталов как источника необходимой информации, например, о возможных ставках дохода по альтернативным вложениям, об операциях со свободно обращающимися акциями, о слияниях и поглощениях компаний.
- Доли акционеров в капитале предприятия или ценных бумаг, подлежащих оценке, включая права, привилегии и условия, количественные характеристики, факторы, влияющие на контроль и соглашения, ограничивающие продажу или передачу.
- Данные о предыдущих сделках с участием оцениваемого предприятия, доли акционеров в капитале предприятия или его акций.

Таким образом, при проведении оценки бизнеса необходимо использовать ретроспективную учетную информацию (бухгалтерскую отчетность) и текущие финансово-экономические показатели компании. Время учета используемых данных и момент оценки между собой не согласованы. Расхождение данных во времени создает условия для появления в них различного рода искажений. Среди них можно назвать: изменение стандартов учета исходных данных, деноминацию денежных единиц, колебания курса валют, структурные изменения цен и др. Эти несоответствия порождают проблему корректировки всей используемой финансовой и бухгалтерской отчетности с целью приведения их к общему временному эталону, в роли которого выступает момент оценки.

Приведение и корректировка финансовой отчетности может включать в себя:

- Приведение финансовой информации об оцениваемой компании и компаниях-аналогах к единой основе.
- Пересчет отчетных стоимостей в текущие.
- Корректировку статей доходов и расходов таким образом, чтобы они достаточно полно характеризовали результаты деятельности компании за продолжительный период времени.
- Учет нефункционирующих активов и обязательств, и связанных с ними доходов и расходов.

#### Приведение финансовой отчетности к единой основе.

В пределах государственной системы бухгалтерского учета компания всегда имеет свободу выбора методов ведения бухгалтерского учета. Этот выбор закрепляется в приказе «Об учетной политике предприятия» сроком на один год и может изменяться в течение ряда лет. Принцип составления бухгалтерской отчетности не требует отражения реальной рыночной стоимости тех или иных активов предприятия. В такой ситуации компании предпочитают использовать те методы ведения бухгалтерского учета, которые позволят минимизировать налоги.

Поскольку российское законодательство не предоставляет стандарты на составление такого рода финансовых документов, а российские инвесторы не выработали единого общепринятого стандарта приведения отчетности предприятия для отражения его рыночного состояния, то возможным вариантом является приведение отчетности к стандартам IAS / GAAP.

Оценка предприятия должна базироваться на реальных (очищенных от влияния инфляции) значениях используемых показателей. В условиях значительного изменения цен учетные значения стоимостных показателей существенно отличаются от их реальных значений. Таким образом, использование учетных данных требует их корректировки с учетом динами-



ки цен, т.е. инфляции (или дефляции) и структурного изменения цен. Однако в современных условиях экономики РФ основным является искажающее влияние инфляции.

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

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

Различия в значении итоговых показателей при использовании указанных подходов являются незначительно мелкими в промышленно развитых странах с устоявшимся рынком и нормальным темпом инфляции. В странах с большими темпами инфляции или гиперинфляцией появляются различия в значениях итоговых показателей в зависимости от выбора того или иного подхода корректировки на инфляцию. При проведении оценки в РФ предпочтительнее использование методов, основанных на прямой корректировке денежных сумм на значения инфляционных показателей.

Инфляция оказывает различное влияние на величины типа потока (выручка, прибыль, ввод фондов и т.п.) и на величины типа запаса (активы всех видов). Кроме того, искажение различных показателей связано с неодинаковостью условий их формирования в системе учета. В соответствии с итогами исследования корректировка учетных и проектных данных различного типа, необходимых для финансово-экономических расчетов и прогнозов должна проводиться отдельно. В качестве значений инфляционных показателей в зависимости от области действия компании могут использоваться: индекс цен предприятий производителей, индекс потребительских цен, значения девальвации основной валюты, или индекс цен может быть рассчитан для конкретной компании.

Как уже отмечалось, оценщик должен изучить ретроспективную финансовую отчетность оцениваемой компании. Под финансовой отчетностью понимаются балансовый отчет, отчет о финансовых результатах, отчет о движении денежных средств, отчет о движении капитала, и другие приложения к годовому балансовому отчету.

Оценивая предприятия в России, чаще всего бывает необходимо проводить поквартальный анализ финансовой отчетности и как минимум за два года, предшествующие дате оценки. Если оцениваемое предприятие является сезонным, то анализ финансовой отчетности *обязательно* проводится на основе поквартальной отчетности как минимум за прошедшие два года.

Если по какой-либо причине финансовая отчетность на дату оценки отсутствует (по вине бухгалтера, оценка проводится на промежуточную дату), оценщик должен самостоятельно ее составить, прибегая при необходимости к помощи консультантов.

На втором этапе необходимо откорректировать финансовую отчетность на возможные отклонения от правил ведения бухгалтерского учета, а так же произвести различные нормализационные корректировки (см. таблицу 2.2).

Если необходимо вносить поправки в финансовую отчетность предприятия, то на третьем этапе необходимо заново рассчитать налог на прибыль. Базой для расчетов будет являться откорректированная прибыль до налогообложения. Также на этом этапе рассчитывается откорректированная чистая прибыль.

В процессе оценки бизнеса возникает необходимость предварительной проверки его финансового положения. Такая проверка позволяет получить важные справочные сведения об оцениваемой компании и выполнить расчет значений корректировочных показателей, необходимых для нахождения конечной стоимости бизнеса.

Для целей оценки бизнеса также необходимо учитывать элементы риска. Существует два подхода к трактовке элементов риска при проведении оценки:

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

Американскими учеными Бирманом и Шмидтом убедительно показано, что теоретически более верным вариантом учета элемента риска является приведение ожидаемого будущего дохода к тому, что они называли «скорректированным на определенность эквивалентом». Они рекомендуют вносить поправки в ожидаемый поток с помощью коэффициента, который отражает вероятность получения данного потока. Затем появляется возможность применить один и тот же дисконт (показатель стоимости капитала) для оценки всех альтернативных инвестиционных решений.

Однако на практике подход к учету риска путем использования более высокой ставки дисконтирования является наиболее часто применяемым.

Наиболее часто встречающиеся отклонения  
от правил ведения бухгалтерского учета

Отклонения	Комментарии
Неотраженные доходы	Владельцы некоторых компаний предпочитают не отражать в финансовой отчетности часть продаж, произведенных за наличный расчет
Занижение безнадежной дебиторской задолженности	Владельцы предприятий с большим объемом продаж в кредит обычно очень оптимистичны на счет погашения дебиторской задолженности
Несписание устаревших или поврежденных ТМЗ	Данная ошибка часто встречается у предприятий с большими товарно-материальными запасами широкой номенклатуры
Отражение в финансовых отчетах устаревшего, поврежденного или ненужного оборудования (Непроизводственные и избыточные активы)	Данная проблема чаще всего возникает у предприятий с крупными инвестициями в основные активы, особенно если давно не проводилась инвентаризация. Для целей оценки в балансовом отчете предприятия должны отражаться только активы и пассивы, необходимые для основной производственной деятельности. Следовательно, необходима корректировка на непроизводственные и избыточные активы (активная часть баланса) и относящуюся к ним задолженность (пассивная часть баланса). Отчет о финансовых результатах должен быть откорректирован на все связанные с такими активами доходы и расходы
Кредиты филиалам и от филиалов	Кредиты филиалам могут являться непроизводственными активами. Кредиты от филиалов может потребоваться отнести к статьям долгосрочной задолженности или собственному капиталу
Компенсации владельцу или членам его семьи, превышающие или находящиеся ниже разумного уровня	Прибыльные предприятия могут выплачивать часть своей чистой прибыли владельцам, в качестве компенсации, или членам их семей, которые числятся на предприятии как «мертвые души». Убыточные предприятия могут не доплачивать своим владельцам, с тем чтобы снизить сумму убытка. Для целей оценки, компенсация владельцам должна быть откорректирована до разумного уровня
Доходы и расходы единовременного характера	Доходы и расходы единовременного характера (например, расходы на переезд, прибыль или убыток от продажи основных активов и др.) должны быть исключены из отчета
Сомнительные договора	Предприятия закрытого типа часто заключают договора, либо не имеющие прямого отношения к деятельности предприятия, либо на завышенную сумму. Необходимо произвести корректировку на доходы и расходы по таким договорам, либо привести их к рыночной стоимости
Налог на прибыль	После проведения корректировок определить сумму налога на прибыль, налогооблагаемой базой для которого будет нормализованная прибыль до налогообложения

Экономический смысл используемого увеличения ставки дисконтирования заключается в поиске некоторого дополнительного дохода, превышающего безрисковую ставку, как компенсацию за риск владения этими активами. Этот подход представлен двумя наиболее распространенными моделями CAPM / APТ и кумулятивным методом, который будет рассмотрен в дальнейшем.

### **Контрольные вопросы**

1. Что представляет собой инфляционная корректировка отчетности в процессе оценки?
2. Что понимается под нормализацией бухгалтерского баланса?
3. Какие корректировки активной части баланса могут быть необходимы в процессе нормализации отчетности?
4. Какие корректировки пассивной части баланса могут быть необходимы в процессе нормализации отчетности?
5. Назовите возможные нормализационные корректировки в отчете о прибылях.
6. Что понимается под приведением учетных данных к единой базе?

### **2.3. Общая характеристика подходов к оценке стоимости бизнеса**

Учитывая, что ожидания владельцев, риск, структура и размер будущих выгод уникальны для каждой отдельной компании, нельзя с помощью какой-то унифицированной формулы, определить стоимость всех предприятий в любой возникающей ситуации. Поэтому для оценки были разработаны различные подходы и методы.

Различают три концепции оценки предприятий (бизнеса):

- доходная концепция;
- рыночная концепция;
- затратная концепция.

Концепция по доходу наибольшим образом отражает основное предположение оценки предприятия, которое, как отмечалось выше, гласит, что стоимость предприятия (бизнеса) равна текущей стоимости будущих доходов от владения им. Согласно концепции по доходу, оценщик оценивает будущие доходы предприятия и дисконтирует / капитализирует их на момент оценки. В данном случае применяют оценочный принцип ожидания.

Следует помнить, что чем больше доход, приносимый бизнесом, тем, при прочих равных условиях, выше величина его рыночной стоимо-

сти. При этом приоритетное значение имеют продолжительность получения дохода и уровень риска, сопровождающий данный процесс.

Доходный подход считается наиболее предпочтительным с точки зрения достижения главной цели предпринимательской деятельности.

Рыночная концепция предполагает, что стоимость предприятия может быть оценена путем проведения анализа недавних продаж сопоставимых компаний или ценных бумаг открытых акционерных обществ. Таким образом, рыночный подход основан на применении принципа замещения.

Для того чтобы использовать рыночную концепцию, необходим тщательный поиск компаний аналогов, как среди открытых, так и закрытых акционерных обществ, глубокий анализ и корректировка полученных данных. Точность оценки зависит от качества собранных данных. Эффективность данного подхода снижается при незначительном количестве сделок, когда моменты их совершения и оценки разделяет продолжительный период. А также при нестабильном состоянии рынка.

Затратная концепция предполагает, что стоимость актива равна затратам на его замещение или восстановление за вычетом скидки на физический износ и устаревание. В оценке бизнеса данная концепция применяется для оценки нового строительства, уникальных объектов, либо предприятий, стоимость которых не на много превышает стоимость их материальных активов. Также затратная концепция применяется для оценки отдельных составляющих предприятия и в целях страхования.

Данный подход базируется на принципах замещения, наиболее эффективного использования активов, сбалансированности, экономической величины и экономического разделения.

Перечисленные подходы к оценке бизнеса тесно взаимосвязаны. Просто при выборе того или иного подхода перед оценщиком открываются различные перспективы. Несмотря на то, что все подходы базируются на информации регионального рынка, каждый оценщик имеет дело с различными его аспектами.

На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости активов. Однако рынок капитальных активов является несовершенным – предложение и спрос не находятся в равновесии, потенциальные покупатели недостаточно информированы и т. д. По этим и другим причинам указанные подходы могут давать различные значения стоимости.

Каждый из трех рассмотренных подходов предполагает использование при оценке присутствующих ему методов.

## 2.4. Доходный подход

### 2.4.1. Метод прямой капитализации

Данный подход базируется на принципе ожидания. Все доходные методы оценки бизнеса оценивают текущую стоимость будущих выгод от владения бизнесом. Подходы затратной и рыночной концепции делают такую оценку косвенно.

Данные методы оценки считаются наиболее приемлемыми с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете покупает не набор активов, состоящий из зданий, сооружений, машин, оборудования, нематериальных ценностей и т.д., а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние.

Прежде чем применить какой-либо из этих двух подходов, оценщик должен удостовериться, что:

- можно составить прогноз будущих доходов (чистый денежный поток или чистый доход) с разумной степенью вероятности;
- будущая деятельность предприятия будет продолжаться с темпом роста, который можно предсказать.

Если поток дохода предприятия очень непостоянный, что делает невозможным предсказать результаты ее деятельности в будущем, то для оценки бизнеса такой компании лучше использовать другие подходы, например, подход на основе активов.

Характеристика стоимости предприятия, полученной подходами капитализированных доходов и дисконтированных будущих доходов.

- В зависимости от произведенных корректировок денежного потока (прибыли) и используемых коэффициента капитализации и ставки дисконта, стоимость может представлять либо стоимость контрольного пакета, либо стоимость миноритарной доли. Поэтому полученная стоимость может потребовать следующих корректировок: премии за контрольный пакет или скидки за миноритарную долю.

- Если ставка дисконта или коэффициент капитализации были найдены на основе данных по сопоставимым компаниям, акции которых обращаются на фондовых рынках, то полученная стоимость оцениваемого предприятия будет представлять собой стоимость предприятия, как открытого. В этом случае может потребоваться применение скидки на недостаточную ликвидность.

Этот подход предполагает использование следующих методов оценки:

- прямой капитализации потока доходов;

- дисконтированных денежных потоков;
- избыточных прибылей.

Метод капитализированных доходов считается наиболее подходящим для оценки стоимости предприятия, если текущая деятельность компании может служить показателем ее будущей деятельности (предполагая обычный темп роста).

Согласно методу прямой капитализации, для получения оценки стоимости предприятия годовой доход делится на соответствующий коэффициент капитализации.

Формула оценки стоимости методом прямой капитализации:

$$\text{Стоимость} = \frac{\text{Поток дохода}}{\text{Коэффициент капитализации}} \quad (8)$$

В качестве потока дохода могут выступать:

*Чистая прибыль* – прибыль предприятия остающаяся в распоряжении после оплаты всех расходов и налогов, в том числе налога на прибыль.

*Денежный поток* – сумма наличных денежных и эквивалентных им средств, остающихся в распоряжении владельцев собственного или инвестированного капитала.

Коэффициент капитализации – коэффициент, используемый для пересчета доходов предприятия в его стоимость.

Как уже отмечалось, оценщик должен изучить ретроспективную финансовую отчетность оцениваемой компании. Оценивая предприятия в России, чаще всего бывает необходимо проводить поквартальный анализ финансовой отчетности и как минимум за два года, предшествующие дате оценки.

Следует отметить, что независимо от выбранного потока дохода, который будет капитализироваться, результат оценки получится одинаковым, при условии, что коэффициент капитализации будет соответствовать потоку дохода.

Коэффициент капитализации обычно определяется, как разница между ставкой дисконта (ставкой дохода на капитал) для оцениваемого предприятия и его ожидаемым среднегодовым темпом роста. Следовательно, коэффициент капитализации для предприятия обычно ниже его ставки дисконта. Коэффициент капитализации используется для прямого пересчета потока дохода (обычно чистая прибыль или чистый денежный поток) за один год в качестве множителя или делителя в стоимость предприятия.

Предположим, что коэффициент капитализации для чистой прибыли предприятия равен 25% (делитель). Тот же самый коэффициент, выраженный как множитель, будет равен 4 (1 / 0,25).

Поскольку коэффициент капитализации определяется на основе ставки дисконта (ставки дохода на капитал), то во многих случаях оценщик, в первую очередь, должен установить величину ставки дисконта для оцениваемого предприятия. Ставка дисконта, как правило, определяется одним из следующих подходов: модель оценки капитальных активов (САМ) или кумулятивный подход. Оба подхода рассмотрены в соответствующем разделе учебного пособия. Ставка дисконта, найденная любым из этих подходов, представляет собой ставку дисконта для чистого денежного потока. Отняв из нее ожидаемый среднегодовой темп роста, мы получим коэффициент капитализации для чистого денежного потока.

Формула для нахождения коэффициента капитализации для чистого денежного потока:

$$R = r - g \quad (9)$$

где  $R$  – коэффициент капитализации;

$r$  – ставка дисконта (ставка дохода на собственный капитал);

$g$  – ожидаемый среднегодовой темп роста.

Данная формула верна, если:

- бизнес оцениваемого предприятия имеет неограниченный срок жизни;
- ежегодный процент роста или снижения колеблется в пределах одной предсказуемой ставки трендовой линии ( $g$ ).

Если требуется найти коэффициент капитализации для чистой прибыли, который, как правило, отличается от коэффициента капитализации для чистого денежного потока, рассмотренного выше, то необходимо сделать дальнейшие преобразования:

1. Разделить нормализованную чистую прибыль оцениваемого предприятия на величину его чистого денежного потока.

2. Умножить полученное значение на коэффициент капитализации для чистого денежного потока.

Пример:

*Известно, что:*

Ставка дисконта для чистого денежного потока –	25%
Ожидаемый темп роста –	5%
Чистая прибыль –	50 000 у.е.
Чистый денежный поток –	32 600 у.е.



*Тогда:*

Коэффициент капитализации для чистого денежного потока – 20% {25% – 5%}.

Коэффициент капитализации для чистой прибыли – 30,6% {50 000 / 32 600 \* 20%}.

Необходимо также тщательно выбрать период деятельности оцениваемой компании, доход которой будет капитализироваться. В рамках метода капитализированных доходов существуют три альтернативных периода деятельности, доход которых может быть капитализирован:

- Последний финансовый год или последние 12 месяцев, предшествующие дате оценки.
- Среднее значение дохода за несколько прошлых лет.
- Прогноз деятельности на следующий год.

Какой бы период не выбрал оценщик, важно помнить, что капитализируется всегда доход за один полный год.

Как уже неоднократно отмечалось, метод капитализированных доходов наиболее приемлем для оценки компании, когда считается, что показатели текущей деятельности компании (в первую очередь чистая прибыль или чистый денежный поток) отражают результаты ее деятельности в будущем (при условии, что темп роста будет стабильный и незначительный).

Именно поэтому, наиболее часто используемый период деятельности, доход которого капитализируется – последний финансовый год или последние 12 месяцев, предшествующие дате оценки. Принимая решение, относительно того является ли поток дохода последнего финансового года (последних 12 месяцев) наилучшей базой для применения подхода капитализированных доходов, оценщик должен сделать вывод, насколько данный поток дохода отражает деятельность компании в будущем. При этом основной акцент должен делаться на показателях валовой выручки и себестоимости, производимой продукции. Анализ основных показателей должен базироваться на анализе ретроспективной финансовой отчетности, интервью с руководством компании, а также на экономических обзорах отрасли. Если оценщик считает, что поток дохода последнего финансового года отражает ее деятельность в будущем, тогда последний финансовый год или последние 12 месяцев, предшествующие дате оценки – наиболее подходящий период деятельности, доход которого может быть капитализирован. Даже если показатели валовой и чистой прибыли до внесения нормализационных корректировок, кажутся на первый взгляд аномальными. Большая часть таких «аномалий» можно устранить путем внесения соответствующих корректировок.

С другой стороны, если оценщик по какой-либо причине считает, что показатели дохода за последний финансовый год не характеризуют дея-

тельность компании в будущем, то нужно капитализировать либо средний доход за несколько прошлых лет, либо прогнозируемый доход следующего за датой оценки года.

Если оценщик решает капитализировать прогнозируемый доход следующего за датой оценки года, ему необходимо будет составить прогноз деятельности компании или получить такой прогноз у руководства оцениваемой компании. Факторы, которые необходимо учитывать при составлении прогнозов, рассматриваются в разделе «Оценка бизнеса методом дисконтированных будущих доходов».

В некоторых случаях среднее значение потоков доходов за несколько прошедших лет является наиболее подходящим потоком дохода для применения подхода капитализированных доходов. Используя среднее значение дохода за какой-то период в прошлом, оценщик должен учитывать, что всякий раз, когда в прошлом наблюдался инфляционный рост цен, стоимость компании будет занижена из-за того, что используется коэффициент капитализации для текущих или прогнозируемых потоков дохода. Если поток дохода в какой-нибудь из годов даже после внесения нормализационных корректировок остается аномальным, то его не нужно учитывать при расчете среднего значения.

Стоимость, полученная подходом капитализированных доходов, это стоимость 100% собственного капитала компании. Если оценивается миноритарный пакет акций, то необходимо снизить стоимость на величину скидки на миноритарную долю. Кроме этого может потребоваться внесения поправок на избыток (дефицит) активов, непроизводственные активы и низкую ликвидность.

#### 2.4.2. Ставка дохода на капитал (ставка дисконта)

В оценках по доходу определяющее значение имеет понятие и содержание ставки дисконтирования  $r$ . Эта ставка определяется на уровне ставки дохода на капитал, сложившейся на данном рынке инвестиций, или требуемой инвестором.

Ставка дисконты должна соответствовать денежному потоку, прогноз которого составляется для инвестиционного проекта. Так, денежному потоку для собственного капитала соответствует ставка дохода на собственный капитал, а денежному потоку с учетом задолженности – средневзвешенная стоимость капитала (WACC).

Кроме того, если денежные потоки рассчитываются на реальной основе, ставка дисконты также должна рассчитываться без учета инфляции.

Наиболее часто при оценке бизнеса используется ставка дохода на собственный капитал, которую можно определить одним из двух следующих методов, таких как:

- кумулятивный подход;
- модель оценки капитальных активов (САРМ).

При кумулятивном подходе за базу расчетов берется безрисковая ставка дохода, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в конкретный инвестиционный проект или в акции конкретного предприятия. Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой проекта или компании. Расчет ставки дохода для собственного капитала согласно кумулятивному подходу проводится в два этапа.

1. Определение соответствующей безрисковой ставки дохода.

2. Оценка величины соответствующей премии за риск инвестирования в данный проект и компанию.

В странах Западной Европы и в США безрисковая ставка дохода определяется, как правило, исходя из ставки доходов по долгосрочным правительственным облигациям. Этот выбор обусловлен тем, что долгосрочные правительственные облигации характеризуются очень низким риском, связанным с неплатежеспособностью, и высокой степенью ликвидности. Кроме того, при определении ставки дохода по этому виду ценных бумаг учитывается долговременное воздействие инфляции. Долгосрочные (а не краткосрочные) облигации используются для того, чтобы обеспечить возможность сопоставления с инвестициями в собственный капитал предприятия (инвестиционного проекта), обычно осуществляемыми инвесторами на схожий период времени. Наиболее приближенным по факторам риска к доходу по долгосрочным государственным облигациям в России считается ставка по долгосрочному валютному депозиту наиболее надежных банков.

Самым распространенным методом оценки величины премии за риск инвестирования в проект и компанию является метод, согласно которому выявляются все присутствующие у проекта факторы риска, и в зависимости от степени риска каждому фактору присваивается значение от 0 до 5 процентов. В отдельных случаях оценщик может решить присвоить какому-то из факторов более высокое значение. В таблице 2.3 приводятся наиболее часто встречающиеся факторы риска и пояснения к ним.

САРМ как известно основана на представлении, что инвестор стремится к получению дополнительных доходов (по сравнению с гарантированными доходами). Дополнительный доход представляет собой вознаграждение, которое инвестор получает за то, что вкладывает средства в активы с более высоким уровнем риска.

Таблица 2.3

Вид риска	Вероятный интервал	ПОЯСНЕНИЯ
Ключевая фигура	0 – 5%	Чем больше успех деятельности компании или успех реализации проекта зависит от какого-либо лица, тем выше значение фактора риска. Таким лицом может быть как руководитель компании, так и любой другой служащий или рабочий, если его вклад в развитие предприятия является очень значительным, и с его уходом проект окажется под угрозой срыва
Диверсификация товаров и рынков	0 – 5%	Чем больше у компании видов выпускаемой продукции, и чем больше рынков, на которой она эту продукцию реализует, тем ниже фактор риска. Большим плюсом является факт успешной реализации товара, как на внутреннем, так и на внешнем рынках. Если продукция компании или какой-либо из товаров является монопольным, то риск резко снижается
Диверсификация клиентуры	0 – 5%	Чем больше сеть клиентов и вариантов распространения товара, тем ниже фактор риска. Если на какого-либо клиента приходится больше 50% всей реализации, считается, что у компании высокий риск
Недостаток капиталовложений, определенных по смете	0 – 5%	Исходя из практики, капиталовложений, определенных сметой, всегда оказывается недостаточно. Чем крупнее сумма капиталовложений, тем больше фактор риска
Выход на рынок	0 – 5%	Чем больше степень новизны продукта, и неопределеннее спрос на него, тем больше фактор риска
Размер компании	0 – 5%	Чем меньше компания, тем больше фактор риска
Финансовая структура	0 – 5%	Чем больше коэффициент задолженности у компании и/или проекта по сравнению с собственным капиталом, тем больше фактор риска

С помощью CAPM делается попытка измерить дополнительный ожидаемый доход для активов на основе трех компонентов: безрисковой ставки дохода (*risk-free rate*), коэффициента бета и рыночной премии за риск (*market premium*).

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (10)$$

где  $r_e$  – ожидаемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;  
 $r_f$  – безрисковая ставка дохода;  
 $\beta$  – коэффициент бета;  
 $r_m$  – ставка дохода в среднем по рынку;  
 $(r_m - r_f)$  – рыночная премия.

Для целей оценки конкретного бизнеса необходимо сделать ряд поправок к полученному значению.

#### *Поправки к CAPM*

1. Премия для небольших компаний (S1): при расчете уровня рыночного дохода и коэффициента бета используются данные, полученные при изучении риска инвестирования в крупные компании, акции которых котируются на фондовых биржах и доступны широкой публике. Однако чаще приходится оценивать инвестиционные проекты на небольших компаниях. Как показали проведенные исследования, существует премия для малых компаний, учитывающая большую степень риска вложения капитала в маленькие компании, чем в крупные.

2. Премия за риск, характерный для отдельной компании (S2): в некоторых случаях при оценке компании обнаруживается, что для нее характерен определенный инвестиционный риск, связанный с характером ее деятельности (например, сезонный характер продаж), что служит основанием для назначения дополнительной премии за риск.

3. Страновой риск (C): как показывают проведенные исследования, в интернациональных компаниях сложилась практика учета фактора странового риска при расчетах требуемой ставки дохода. Как правило, данный фактор риска учитывается только для инвесторов, не являющихся резидентами страны, где происходит вложение капитала.

4. Риск внедрения новой продукции на рынок (S3)<sup>14</sup>: для инвестиционного проекта характерен дополнительный риск, связанный с внедрением нового вида продукции на рынок. Однако данный риск может быть равен 0 (нулю), если характер инвестиционного проекта не связан с разработкой и производством новой продукции. Пример проекта, для которого риск внедрения новой продукции на рынок равен нулю – проект, направленный на снижение себестоимости, производимой ранее продукции.

Тогда уравнение CAPM с учетом поправок будет выглядеть так:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) + S1 + S2 + S3 + C \quad (11)$$

До настоящего момента нами рассматривалась только ставка дохода для денежного потока для собственного капитала, но иногда при оценке предприятия или инвестиционных проектов, хотя и редко, требуется оп-

<sup>14</sup> Данный фактор риска присутствует только в случае реализации инвестиционного проекта, и то, если последний связан с выпуском новой продукции.

ределение чистой стоимости проекта на основе денежного потока с учетом задолженности (денежного потока для общего инвестированного капитала). В этом случае следует определить средневзвешенную стоимость капитала, которая учитывает как доход на собственный капитал, так и доход по заемным средствам. Уравнение WACC выглядит следующим образом:

$$WACC = r_e \times P_e + r_{d1} \times (1 - t) \times P_{d1} + r_{d2} \times P_{d2} + r_p \times P_p + r_b \times P_b \quad (12)$$

где  $r_e$  – ставка дохода на собственный капитал, определенная с помощью модели CAPM или кумулятивным подходом;

$P_e$  – доля собственного капитала в общей структуре капитала компании;

$r_d$  – ставка дохода по заемным средствам;

$P_d$  – доля заемного капитала в общей структуре капитала компании;

$t$  – ставка налога на прибыль;

$r_p$  – ставка дохода по привилегированным акциям;

$P_p$  – доля привилегированных акций в общей структуре капитала компании;

$r_b$  – ставка дохода по облигациям;

$P_b$  – доля облигаций в общей структуре капитала компании;

$r_{d1}$  – ставка дохода по заемным средствам, проценты по которым относятся на себестоимость;

$P_{d1}$  – доля заемного капитала, проценты по которому относятся на себестоимость в общей структуре капитала компании;

$r_{d2}$  – ставка дохода по заемным средствам, выплата процентов по которым производится из прибыли;

$P_{d2}$  – доля заемного капитала, выплата процентов по которым производится из прибыли, в общей структуре капитала компании.

Специалисты считают, что инфляцию в расчетах имеет смысл учитывать, только если ее процент составляет больше 8% в год. Как уже отмечалось, если денежный поток составлен на реальной основе, то и ставка дохода должна быть очищена от влияния инфляции. И, наоборот, для денежного потока на номинальной основе ставка дохода должна учитывать влияния инфляционного роста. Нижеприводимая формула показывает, какая зависимость существует между реальной и номинальной ставкой дохода:

$$r_n = r_p + \pi + r_p * \pi, \quad (13)$$

где  $r_n$  – номинальная ставка дохода (с учетом инфляции);

$r_p$  – реальная ставка дохода (без учета инфляции);

$\pi$  – уровень инфляции.

тогда:

$$r_p = \frac{r_n - \pi}{1 + \pi} . \quad (14)$$

### 2.4.3. Метод дисконтированных будущих доходов

Метод дисконтированных будущих доходов считается наиболее приемлемым для оценки стоимости предприятия, если можно составить достаточно разумный прогноз его деятельности в будущем, и если результаты будущей деятельности значительно отличаются от результатов настоящей или прошлой деятельности вследствие факторов отличных от обычного темпа роста ( $g$ ). Примером предприятия, которое может быть оценено подходом дисконтированных будущих доходов, является предприятие, выходящее по каким-либо причинам на стабильный уровень производства.

Метод дисконтированных будущих доходов используется, когда:

ожидается, что будущие доходы (чистая прибыль или чистый денежный поток) будут существенно отличаться от доходов в настоящее время; можно достаточно точно оценить будущие доходы предприятия; прогнозируемые доходы являются положительными величинами для большинства прогнозных лет;

ожидается, что доход предприятия в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.

Преимущества подхода дисконтированных будущих доходов:

- единственный метод, который учитывает будущие ожидания относительно цен, затрат, инвестиций и т.д.;
- включает рыночный аспект, так как требуемая ставка дохода (дисконта) берется по данным рынка.

Недостатки подхода дисконтированных будущих доходов:

- трудности составления прогнозов,
- умозрительность.

Формула подхода дисконтированных будущих доходов:

$$DCF = \sum \frac{D_n}{(1 + r)^n} + \frac{\text{Остаточная стоимость}}{(1 + r)^n} , \quad (15)$$

Стоимость
Стоимость компании  
компании в про-
в остаточный период  
гнозный период

где  $n = 0, 1, 2, \dots, N$  – интервалы планирования;

$D_n$  – доход (отрицательный или положительный) в период  $n$ ;

$r$  – ставка дохода на капитал.

Оценка стоимости предприятия подходом дисконтированных будущих доходов предусматривает несколько этапов.

На первом этапе оценки бизнеса необходимо подготовить финансовые прогнозы деятельности для каждого интервала планирования прогнозного периода, а также прогноз будущих доходов в остаточный период. Перед началом составления прогнозов оценщику предстоит сделать выбор, на основе какого потока дохода – чистой прибыли или денежного потока будет производиться оценка бизнеса. Как правило, оценка производится на основе прогнозов денежных потоков. Только в том случае, если достоверный прогноз денежных потоков составить не возможно, оценка бизнеса может быть произведена на основе потока чистой прибыли.

Во-первых, потому что денежный поток со знаком «+» учитывает амортизационные отчисления, которые тоже являются доходом, идущим на воспроизводство активов, в то время как при расчете чистой прибыли амортизация отнимается из суммы валового дохода. Это связано с тем, что доход, идущий на воспроизводство активов не облагается налогом на прибыль.

Во-вторых, прогноз чистой прибыли не учитывает инвестиций, как в оборотный капитал, так и капиталовложений.

В-третьих, если деятельность предприятия или реализация проекта частично или полностью финансируется за счет заемных средств, то при расчете чистой прибыли не учитываются проценты за использование кредитов, которые гасятся за счет прибыли остающейся в распоряжении предприятия, а также суммы вновь полученных кредитов и погашение ранее взятых.

Различают два типа денежных потоков, в зависимости от владельца капитала, в распоряжении которого он остается: 1) денежный поток для собственного капитала (чистый денежный поток), 2) денежный поток с учетом задолженности (свободный денежный поток FCF). Как правило, при оценке бизнеса требуется оценка денежного потока для собственного капитала, потому что он отражает величину денежных средств, которые останутся в распоряжении владельцев собственного капитала (акционеров) после уплаты налогов, процентов за использование заемных средств и погашения основной суммы задолженности.

Иногда также требуется оценка денежного потока с учетом задолженности, который отражает как величину денежных средств, остающихся в распоряжении владельцев, так и величину заемных средств. Модель свободного денежного потока имеет следующий вид:

$$FCF = (S-C) * (1-T) - IC \pm \Delta NWC, \quad (16)$$

где  $S$  – выручка (нетто) от продаж;

$C$  – себестоимость продаж;



$IC$  – инвестиции в основной капитал;

$\Delta NWC$  – изменение величины чистого оборотного капитала;

$(I-T)$  – налоговый корректор.

Как уже отмечалось, стоимость компании равна сумме стоимостей компании в прогнозный и остаточный периоды. Стоимость компании в остаточный период еще называют остаточной стоимостью компании.

Остаточная стоимость – это текущая стоимость прогнозируемых доходов, которые будет генерировать оцениваемая компания за пределами установленного прогнозного периода. Остаточная стоимость компании должна оцениваться особенно тщательно, поскольку в большинстве случаев именно на остаточную стоимость компании приходится большая часть итоговой стоимости компании.

Ниже перечислены наиболее часто используемые методы для оценки остаточной стоимости компании:

- модель Гордона (модель постоянного роста);
- ликвидационная стоимость;
- по стоимости чистых активов;
- по стоимости замещения;
- мультипликатор цена/прибыль;
- мультипликатор цена/балансовая стоимость.

Модель Гордона, названная по имени Майрона Дж. Гордона, много сделавшего для развития и популяризации данного метода, предполагает, что темп роста потока дохода в остаточный период является постоянным. Оценка остаточной стоимости компании по модели Гордона должна совпасть с оценкой, которая была бы получена, если бы остаточная стоимость оценивалась с учетом неограниченного прогнозного периода. Модель Гордона, конечно же, является предпочтительнее, поскольку не требует составления прогнозов денежных потоков на долгий период времени.

Формула оценки остаточной стоимости по модели Гордона:

$$\text{Остаточная стоимость} = \frac{Dt}{r - g}, \quad (17)$$

где  $Dt$  – годовой, стабильный поток дохода первого года после окончания прогнозного периода;

$r$  – соответствующая ставка дохода;

$g$  – долгосрочный темп роста.

Метод ликвидационной стоимости предполагает, что остаточная стоимость равна доходам от продажи активов, принадлежащих компании, за вычетом выплаты всех обязательств, которые возникнут на конец прогнозного периода. Величина остаточной стоимости, полученная таким ме-

тодом, обычно далека от величины стоимости, полученной на основе модели Гордона. Если отрасль, к которой принадлежит оцениваемая компания, является растущей и прибыльной, то остаточная стоимость, рассчитанная на основе ликвидационной стоимости, будет существенно ниже, чем остаточная стоимость, рассчитанная на основе модели Гордона. В отрасли, испытывающей спад, ликвидационная стоимость наоборот может оказаться выше. Остаточную стоимость на основании ликвидационной стоимости нужно рассчитывать только в единственном случае, когда в конце прогнозного периода компания будет ликвидирована.

#### Стоимость чистых активов

Данный метод отличается от предыдущего лишь тем, что в конце прогнозного периода доход от продажи активов, а также обязательства определяются по их рыночной стоимости на тот момент времени.

#### Стоимость замещения

Данный метод утверждает, что остаточная стоимость компании равна прогнозируемым затратам на замещение активов компании. Этот метод имеет большое количество недостатков. Ниже перечислены наиболее существенные.

- Замещению подлежат только материальные активы. Так называемый «организационный капитал» можно оценить только на основе доходов, которые он генерирует. Оценка остаточной стоимости по стоимости замещения материальных активов может привести к существенному занижению стоимости компании.
- Не все активы компании можно заместить. Представим себе оборудование, которое можно использовать только в конкретной отрасли. Стоимость замещения актива может казаться столь высокой, что сделает замещение экономически невыгодным. И еще, до тех пор пока актив обеспечивает положительный денежный поток, он имеет ценность для действующего предприятия.

Особенностью оценки объектов недвижимости в отличие от других активов являются длительные сроки вложения капитала. При продолжительном сроке жизни поток доходов более или менее стабилен. Важное значение имеет определение возможной цены реализации объекта недвижимости. Эта цена не является постоянной и зависит от конъюнктуры, которая может сложиться на рынке недвижимости во взаимосвязи с рынком капитала.

#### Пример:

Ожидаемый поток доходов от объекта недвижимости в течение десяти лет составляет 4,5 млн руб. в год; предполагаемая цена продажи – 3.6 млн руб; приемлемая ставка доходности – 15%. Для определения текущей

стоимости будущих денежных потоков (PV) используем фактор текущей стоимости аннуитета за десять лет.

$$PV = 4,5 * 5,0188 = 22,58 \text{ млн руб.}$$

Текущую стоимость цены продажи рекомендуют дисконтировать по более высокой ставке доходности (допустим 18%), поскольку риск возможной сделки здесь выше:

$$PV = 3,6 * 1 \backslash (1 + 0,18)^{10} = 3,6 * 0,1911 = 0,69 \text{ млн руб.}$$

Тогда общая стоимость объекта недвижимости составит в сумме 23,27 млн руб.

Метод избыточных прибылей основан на предположении о том, что избыточную прибыль приносят фирме не показанные в балансе нематериальные активы, которые обеспечивают доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня.

Этим методом оценивают преимущественно гудвилл. Он выражает часть нематериальных активов компании, определяемую деловой репутацией и деловыми связями; известностью фирменного наименования и торговой марки.

Основные этапы работы по оценке стоимости фирмы методом избыточного дохода (прибыли) следующие:

- любым из возможных методов устанавливают стоимость всех активов;
- нормализуют прибыль оцениваемой компании;
- выявляют среднеотраслевую доходность активов и собственного капитала;
- вычисляют ожидаемую прибыль путем умножения рыночной стоимости активов на их среднеотраслевую доходность;
- определяют избыточную прибыль посредством вычитания из нормализованной прибыли ее ожидаемой величины;
- вычисляют стоимость гудвилл путем деления избыточной прибыли на коэффициент капитализации.

*Пример:*

Необходимо оценить стоимость гудвилл и определить рыночную цену бизнеса.

Известно, что:

- рыночная стоимость активов компании равна 100 млн руб.;
- нормализованная чистая прибыль – 12 млн руб.;
- средняя рентабельность активов – 10%;
- ставка капитализации – 10%.

Ожидаемая прибыль составит:  $100 * 10\% = 10$  млн руб. Следовательно, избыточная прибыль  $12 - 10 = 2$  млн руб.

Величина гудвилл:  $2 / 0,15 = 13,33$  млн руб. Рыночная стоимость компании –113,33 млн руб.

### Контрольные вопросы

1. Какой принцип лежит в основе методологии доходного подхода?
2. От чего зависит выбор модели денежного потока при использовании доходного подхода?
3. Что представляет собой модель средневзвешенной стоимости капитала?
4. Как определить стоимость бизнеса в постпрогнозный период в соответствии с моделью Гордона?
5. В каких случаях при оценке бизнеса необходимо внесение итоговых поправок?
6. В чем заключается экономический смысл метода капитализации прибыли?
7. Какая взаимосвязь существует между ставкой капитализации и ставкой дисконта?

### 2.5. Рыночный (сравнительный подход)

Особенностью сравнительного подхода к оценке собственности является ориентация итоговой величины стоимости, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи акций компаний-аналогов; с другой стороны, – на фактически достигнутые финансовые результаты.

Теоретической основой сравнительного подхода, доказывающей возможность его применения, а также объективность результативной величины, являются следующие базовые положения.

- *Во-первых*, оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия (акции). При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия. К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и т. д.

- *Во-вторых*, сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает прежде всего будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный

доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.

- *В-третьих*, цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в аналогичных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими, как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. В данном случае цена определяется рынком, так как оценщик ограничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом. При использовании других подходов оценщик определяет стоимость предприятия на основе расчетов.

Сравнительный подход базируется на исторической информации и, следовательно, отражает фактически достигнутые результаты производственно-финансовой деятельности предприятия. Достоинством сравнительного подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке.

Вместе с тем сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков, ограничивающих его использование в оценочной практике.

*Во-первых*, базой для расчета являются достигнутые в прошлом финансовые результаты. Следовательно, метод игнорирует перспективы развития предприятия в будущем. Сама логика оценивания предполагает, что цена актива определяется будущими доходами, приносимыми им владельцу. Из положения можно выйти, используя фактические показатели предприятия как основа для прогноза будущих. Если в изменении используемых показателей просматривается твёрдая тенденция, её можно включить, скорректировав показатель.

*Во-вторых*, сравнительный подход возможен только при наличии доступной разносторонней финансовой информации не только по оцениваемому предприятию, но и по большому числу похожих фирм, отобранных оценщиком в качестве аналогов. Получение дополнительной информации от предприятий-аналогов является достаточно сложным процессом.

*В-третьих*, оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования. Это связано с тем, что на практике не существует абсолютно одинаковых предприятий. Поэтому оценщик обязан вы-

явить различия и определить пути их нивелирования в процессе определения итоговой величины стоимости.

Таким образом, возможность применения сравнительного подхода зависит от наличия активного финансового рынка, поскольку подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках. Второе условие – открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой оценщику. Третьим необходимым условием является наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию. Формирование соответствующего банка данных облегчит работу оценщика, поскольку сравнительный подход является достаточно трудоемким и дорогостоящим.

### 2.5.1. Методы сравнительного (рыночного подхода)

В зависимости от целей, объекта и конкретных условий оценки сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

- метод компании-аналога;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод компании-аналога, или метод рынка капитала, основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Таким образом, основным элементом базы сравнения служит цена на единичную акцию акционерных обществ открытого типа.

Метод сделок, или метод продаж, ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций. Это определяет наиболее оптимальную сферу применения данного метода оценки предприятия или контрольного пакета акций.

Метод отраслевых коэффициентов, или метод отраслевых соотношений, основан на использовании устоявшихся соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Например, цена бензозаправочной станции колеблется в диапазоне 1,2–2,0 месячной выручки. Цена предприятия розничной торговли формируется следующим образом: 0,75–1,5 величины чистого годового дохода увеличивается на стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие.

Технологии применения метода компании-аналога и метода сделок практически совпадают, а различие ограничивается в типе исходной ценовой информации: либо цена одной акции, не дающая никаких элементов контроля, либо цена контрольного пакета, включающая премию за элементы контроля.

Суть методики заключается в следующем. Выбирается предприятие, аналогичное оцениваемому, которое было недавно продано. Затем рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем по предприятию-аналогу. Это соотношение называется мультипликатором. Умножив величину мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемой компании, получим ее стоимость.

*Пример.* Необходимо оценить предприятие, получившее в последнем финансовом году чистую прибыль в размере 950 тыс. руб. Аналитик знает, что недавно была продана сходная компания за 8 000 тыс. руб., чистая прибыль которой за аналогичный период составила 800 тыс. руб.

1. Рассчитаем по компании-аналогу мультипликатор цена/чистая прибыль:

$$8\,000:800=10.$$

2. Определим стоимость оцениваемой компании:

$$950*10=9\,500 \text{ млн руб.}$$

Однако, несмотря на кажущуюся простоту, этот метод требует высокой квалификации и профессионализма оценщика, так как предполагает внесение достаточно сложных корректировок для обеспечения максимальной сопоставимости оцениваемой компании с аналогами. Кроме того, необходимо рассмотреть приоритетные критерии сопоставимости исходя из конкретных условий, целей оценки, качества информации.

Рассмотрим основные критерии отбора аналогичных компаний.

Отраслевое сходство – список потенциально сопоставимых компаний всегда принадлежит одной отрасли, однако не все предприятия, входящие в отрасль или предлагающие свои товары на одном рынке, сопоставимы. Оценщик должен учитывать следующие дополнительные факторы:

- уровень диверсификации производства;
- зависимость от одних и тех же экономических факторов;
- стадию экономического развития оцениваемой компании и аналогов.

Размер является важнейшим критерием при составлении окончательного списка аналогов. Сравнительные оценки размера компании включают такие параметры, как объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и т. д. При этом должны учитываться факторы, обеспечивающие величину прибыли:

- географическую диверсификацию – крупные компании обычно имеют более разветвленную сеть потребителей своей продукции, минимизируя тем самым риск нестабильности объемов продаж;

- количественные скидки – крупные компании закупают сырье в большем объеме, чем небольшие фирмы, и получают при этом значительные скидки;

- ценовые различия по сходным товарам – крупные компании зачастую имеют возможность устанавливать более высокие цены.

Перспективы роста – оценивая перспективы роста компании, необходимо рассмотреть степень влияния трех основных факторов:

- общего уровня инфляции,
- перспектив роста отрасли в целом и
- индивидуальных возможностей развития конкретной фирмы в рамках отрасли.

Финансовый риск. Оценка финансового риска осуществляется следующими способами:

- сравнивается структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;

- оценивается ликвидность или возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами;

- анализируется кредитоспособность фирмы, другими словами – способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

Качество менеджмента – оценка этого фактора наиболее сложна, так как анализ проводится на основе косвенных данных, таких, как качество отчетной документации, возрастной состав, уровень образования, опыт, зарплата управленческого персонала, а также место компании на рынке.

Перечень критериев сопоставимости, приведенный выше, не является исчерпывающим, и эксперт имеет возможность самостоятельно дополнять список дополнительными факторами.

Ценовой мультипликатор – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Для расчета мультипликатора необходимо:

- определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога; это даст значение числителя в формуле;

- вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки; это даст величину знаменателя. Идеальная ситуация состоит в том, что финансовая база берётся из будущего. В этом случае не нарушается логика оценки: покупая актив, инвестор рассматривает его поведение в будущем.



Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет среднее значение между максимальной и минимальной величинами цены за последний месяц. В случае, если рыночная конъюнктура успела существенно измениться за время пребывания акции предприятия-аналога в состоянии неликвидности, следует сделать поправки на направление изменения.

В качестве финансовой базы должен выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки. Как указывалось, идеальным будет вариант, когда финансовой базой выступит спрогнозированный на будущее финансовый показатель.

В оценочной практике используются два типа мультипликаторов: интервальные и моментальные.

К интервальным мультипликаторам относятся:

- 1) цена/ прибыль;
- 2) цена/ денежный поток;
- 3) цена/ дивидендные выплаты;
- 4) цена/ выручка от реализации.

К моментальным мультипликаторам относятся:

- 1) цена/ балансовая стоимость активов;
- 2) цена/ чистая стоимость активов.

Общая характеристика наиболее применяемых ценовых мультипликаторов представлена в таблице 2.4.

Таблица 2.4

### Ценовые мультипликаторы

Показатель	Специфика
<b>Традиционные (для компаний с низким темпом роста)</b>	
P/S	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Оценивает компанию по продажам</li> <li>• Плох, если прибыльность оцениваемой компании существенно отличается от прибыльности аналога</li> <li>• Однако другие показатели могут быть неприменимы для убыточных компаний</li> </ul>
P/Operating margin	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Оценивает компанию по доходности ее основных операций</li> <li>• Как правило, используется, когда нет данных для расчета P/EBITDA (амортизация не всегда раскрывается отдельной строкой в отчетности)</li> </ul>
P/EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ключевой показатель из показателей «доходности»</li> <li>• Дает оценку, очищенную от влияния разницы в бухгалтерской амортизации и процентов по кредиту оцениваемой компании и аналога</li> </ul>

Показатель	Специфика
P/EBIT	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Оценка с учетом амортизации, однако без учета влияния процентов по кредитам и налога на прибыль</li> <li>• Лучше, чем P/E, если по какой-то причине нужно абстрагироваться от влияния налогообложения (например, компания-аналог заплатила единовременные пени и штрафы из чистой прибыли)</li> </ul>
P/E	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Сравнивает компании по чистой прибыли</li> <li>• Часто бывает неприменим из-за убытков или аналога или оцениваемой компании (применим, когда E обеих компании положительна)</li> <li>• Не учитывает различий в осуществляемых капиталовложениях между оцениваемой компанией и аналогом</li> </ul>
P/CF <sub>1</sub>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Дает корректировку на разницу в капитальных вложениях, которую не дает P/E, целесообразность этого – в зависимости от контекста</li> <li>• Оценка по реальному денежному потоку, таким образом, нивелируется влияние особенностей бухучета (применяемого метода амортизации и т.п.), но учитывается влияние движения запасов и т.п.</li> </ul>
P/CF <sub>2</sub>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• То же, что и предыдущий, но сильно зависит от источников финансирования капитальных вложений (собственные средства vs. Привлеченные), поэтому применим ограниченно</li> </ul>
<b>Для быстрорастущих компаний</b>	
P/S/g	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Вводит поправку на разные ожидаемые темпы роста между оцениваемой компанией и аналогом</li> <li>• Дает «грубую» оценку, так как темпы роста предполагаются const и для оцениваемой компании и для аналога на все время до бесконечности, что нереально на практике</li> </ul>

### 2.5.2. Формирование итоговой величины стоимости

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

- выбора величины мультипликатора;
- взвешивания промежуточных результатов;
- внесения итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по компаниям-аналогам бывает достаточно широк. Отсекаются экстремальные величины

и рассчитываются средние значения мультипликаторов по группе аналогов. Затем проводится финансовый анализ, причем для выбора величины конкретного мультипликатора используются финансовые коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором. По величине финансового коэффициента определяется положение (ранг) оцениваемой компании в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликаторов, и достаточно точно определяется величина, которая может быть использована для расчета стоимости оцениваемой компании.

*Пример.* Диапазон мультипликатора цена/балансовая стоимость активов по 15 компаниям, взятым в качестве аналога, равен 0,92–5,67. Среднее значение мультипликатора – 2,15, Центр диапазона равен  $3,3[(5,67-0,92):2+0,92]$ . Следовательно, большинство компаний имеют величину мультипликатора чуть ниже средней. Практика показывает, что данный мультипликатор хорошо коррелирует с финансовым коэффициентом – доходом на собственный капитал. Проанализируем этот коэффициент по компаниям-аналогам. Диапазон представлен следующим образом: 4,1% – 15,6%; средняя величина – 8,32, что несколько меньше центра диапазона  $[(15,6 - 4,1) : 2 + 4,1] = 9,85$ . Доход на собственный капитал в оцениваемой компании составляет 12,5%. Величина мультипликатора для оцениваемой компании может быть получена либо методом трендовой прямой, либо анализом соотношения трех величин:

- средневзвешенной величины мультипликатора;
- средневзвешенной величины финансового коэффициента;
- фактической величины финансового коэффициента оцениваемой компании.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств. Наиболее типичными являются следующие поправки. *Портфельная скидка* предоставляется при наличии не привлекательного для покупателя характера диверсификации производства. Аналитик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся *активы непроизводственного назначения*. Если в процессе финансового анализа выявлены *либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях*, полученную величину необходимо вычесть. Возможно применение *скидки на ликвидность*. В некоторых случаях вносится поправка в виде *премии за предоставляемые инвестору элементы контроля*.



Рис. 2.1

Факторы, оказывающие влияние на контроль, ликвидность и прочее:

- Удельный вес пакета акций.
- Эффект распределения собственности предприятия (т.е. значимость или привлекательность оцениваемого пакета акций).
- Режим голосования (т.е. ограничения на значимость или привлекательность пакета акций).
  - Финансовые условия бизнеса (т.е. уровень леввереджа).
  - Финансово-экономическое положение предприятия.
  - Наличие пакетов привилегированных акций (пакетов неголосующих акций).
    - Выплаты дивидендов по акциям и уровень дивидендов.
    - Котировки акций.
    - Потеря ключевой фигуры (например, наследство).
    - Наличие «золотой акции».
    - Наличие государственных пакетов акций и т.п.

Общие формулы определения стоимости пакетов акций с учетом введения скидок и надбавок могут быть представлены в следующем виде для мажоритарных пакетов акций:

$$C_a = U_a * [(O - HA) * (1 + K_k) + HA] * (1 - K_l) * (1 - K_n) * (1 - K_{вл}) - Д_{нк} \quad (18)$$

для миноритарных пакетов акций:

$$Ca = Ya * O * (1 - Kk) * (1 - Kl) * (1 - Kn) * (1 - Kвл) - Днк \quad (19)$$

где  $Ya$  – удельный вес оцениваемого пакета акций;

$O$  – общая стоимость предприятия (бизнеса) как 100 % мажоритарный пакет;

$HA$  – стоимость неоперационных активов;

$Kk$  – скидка (или надбавка) за контроль;

$Kл$  – скидка за ликвидность, учитывающая влияние внутренних факторов

$Kn$  – скидка за иные факторы влияния;

$Kвл$  – скидка за ликвидность, учитывающая влияние внешних факторов;

$Днк$  – прямая денежная скидка для некотирующихся пакетов акций.

В таблице 2.5. приведены сведения по общему алгоритму учета отдельных факторов.

Таблица 2.5

№ п/п	Факторы влияния	На что влияет	Как учитывать
1	Правовая форма предприятия (ОАО, ЗАО, ООО)	Ликвидность	Учитывается только при продаже пакета акций на открытом аукционе
2	Законодательные ограничения и т.п.	Ликвидность	Индивидуальный подход к каждому предприятию
3	Удельный вес оцениваемого пакета акций (или долей в ООО)	Ликвидность Контроль	Фактор используется при проведении расчетов
4	Эффект распределения собственности предприятия (т.е. значимость или привлекательность оцениваемого пакета акций, долей)	Ликвидность Контроль	
5	Режим голосования (т.е. ограничения на значимость или привлекательность пакета акций)	Ликвидность Контроль	Фактор используется при проведении расчетов значимости оцениваемого пакета акций
6	Финансовые условия бизнеса, уровень левереджа	Ликвидность	Фактор используется при расчетах в затратном, сравнительном и доходном подходах

Продолжение табл. 2.5

№ п/п	Факторы влияния	На что влияет	Как учитывать
7	Финансово-экономическое положение предприятия	Ликвидность	Как вариант, может определяться косвенный показатель (коэффициент «В/З») способный помочь нам в принятии экспертного решения о скидке на ликвидность
8	Наличие пакетов привилегированных акций (пакетов неголосующих акций)	Ликвидность Контроль	Фактор используется при проведении расчетов значимости оцениваемого пакета акций
9	Выплаты дивидендов по акциям и уровень дивидендов	Ликвидность Контроль	Дифференцированно
10	Котировки акций	Ликвидность Прямая денежная поправка	Фактор используется в сравнительном подходе
11	Потеря ключевой фигуры (например, наследство) и т.п.	Ликвидность Контроль	Фактор используется при расчетах в затратном и доходном подходах
12	Наличие «золотой акции»	Ликвидность Контроль	Фактор используется при проведении расчетов значимости оцениваемого пакета акций
13	Наличие государственного пакета акций	Ликвидность Контроль	Фактор используется при проведении расчетов значимости оцениваемого пакета акций

Теоретически необходимость применения премии за контроль может быть обоснована с точки зрения трех основных позиций:

1. Право собственности на акции компании может быть рассмотрено как совокупность трех элементов стоимости: права на пропорциональную долю чистых активов (стоимость активов); права на пропорциональную долю прибыли, распределяемой компанией (стоимость доходов); права на пропорциональное участие в управлении предприятием (стоимость контроля). Разделение стоимости акций на данные элементы показывает, что участие в управлении имеет внутреннюю стоимость, независимую от стоимости доходов и активов компании.

2. Использование премии за контроль обосновано наличием взаимосвязи между контролем и корпоративной деятельностью. Покупатель может заплатить премию за контрольный пакет акций, так как инвестиции в контрольный пакет более перспективны и более надежны, чем инвестиции в миноритарный пакет акций, поскольку это позволит инвестору прово-

дить ту политику по управлению своими инвестициями, которую он считает необходимой.

3. Контроль обеспечивает возможность осуществлять операции в собственных интересах, что и обуславливает применение премии за контроль. Собственные интересы проявляются, когда контрольный акционер использует свои полномочия по управлению предприятием таким образом, чтобы извлечь для себя выгоду за счет миноритарных акционеров: например, владельцы контрольного пакета акций выводят активы, вообще их не оплачивая или выплачивая сумму ниже рыночной стоимости.

Общепринятые методы определения адекватного размера премии за размер пакета (контроль) при оценке пакета акций или доли участия сводятся к следующим группам.

Первая группа методов предполагает, что премия за контроль определяется среднерыночной премией, уплачиваемой за контрольные преимущества пакета для публично торгуемых компаний. Данная группа методов может быть обозначена как статистические методы.

Премия за размер определяется на основе соотношения цены одной акции в составе пакета с ее котировкой на фондовом рынке (т.е. в составе мелкого миноритарного пакета).

$$CP = \frac{VI - PI}{PI}, \quad (20)$$

где  $CP$  – премия за контроль (размер пакета);

$VI$  – стоимость одной акции в составе пакета;

$PI$  – котировка одной акции.

Средняя скидка за размер пакета определена на основе средней премии за контроль по формуле:

$$D = 1 - 1/1 + CP \quad (21)$$

где  $D$  – скидка за размер пакета.

Отсутствие надежного математического аппарата определения величин скидок и надбавок к оцениваемым пакетам акций заставляет производить их определение с учетом допустимых диапазонов существования. Наиболее часто используемым источником информации о среднестатистических данных по уровню премий за рубежом является справочник Mergerstat, в котором премия за контроль рассчитывается путем сравнения общей суммы, выплаченной при совершении сделки в расчете на одну акцию приобретенной компании, с независимой ценой этих акций, установленной Mergerstat. Цена до объявления о сделке выбирается и рассчитывается на основе данных по объемам торгов и колебания цен в течение периода, предшествующего объявлению о сделке.

Анализ статистической информации относительно величины премий за контроль, предоставляемой Mergerstat, позволяет заключить следующее:

- медианная и средняя премия за контроль для стран с развитым фондовым рынком находятся в диапазоне 30–40%, соответственно, скидка на размер пакета составляет 20–30%;
- отклонение размера премии по конкретной сделке от средней величины может быть достаточно велико;
- на размер премии в каждом конкретном случае могут оказывать влияние временной фактор (изменение рыночных условий во времени) и условия сделки.

На основании эмпирически полученных данных российского фондового рынка были также определены ориентировочные диапазоны надбавок и скидок для различных удельных весов пакетов акций (см. таблицу 2.6).

В случае если значения премии за контроль недоступны (например, не было сделок, или их было слишком мало для предоставления обоснованной величины поправки), то в американской оценочной практике достаточно часто используют «Правило большого пальца» (rule of thumb), согласно которому стоимость корпоративного контроля составляет 25% от объявленной стоимости собственного капитала приобретаемой компании.

Таблица 2.6<sup>15</sup>

Удельный вес пакета	Скидка (-) Надбавка (+)	Минимальная	Средняя	Максимальная
<b>0+</b>	Скидка	- 0,39	<b>- 0,56</b>	- 0,74
<b>0,05</b>	Скидка	- 0,33	<b>- 0,50</b>	- 0,68
<b>0,10</b>	Скидка	- 0,27	<b>- 0,47</b>	- 0,67
<b>0,15</b>	Скидка	- 0,21	<b>- 0,38</b>	- 0,56
<b>0,20</b>	Скидка	- 0,16	<b>- 0,26</b>	- 0,36
<b>0,25</b>	Скидка	- 0,12	<b>- 0,22</b>	- 0,33
<b>0,30</b>	Скидка	- 0,09	<b>- 0,20</b>	- 0,30
<b>0,35</b>	Скидка	- 0,06	<b>- 0,16</b>	- 0,27
<b>0,40</b>	Скидка	- 0,04	<b>- 0,12</b>	- 0,21
<b>0,45</b>	Скидка	- 0,02	<b>- 0,06</b>	- 0,10
<b>0,50-</b>	Скидка	0	<b>0</b>	0
<b>0,50+</b>	Надбавка	0,26	<b>0,32</b>	0,72
<b>0,55</b>	Надбавка	0,24	<b>0,36</b>	0,48
<b>0,60</b>	Надбавка	0,22	<b>0,29</b>	0,36
<b>0,65</b>	Надбавка	0,19	<b>0,26</b>	0,33

<sup>15</sup> Яскевич Е.Е. Анализ факторов, обуславливающих введение скидок и надбавок для оцениваемых пакетов акций (долей) <http://www.csrpa.ru>



Продолжение табл. 2.6

Удельный вес пакета	Скидка (-) Надбавка (+)	Минимальная	Средняя	Максимальная
<b>0,70</b>	Надбавка	0,16	<b>0,24</b>	0,31
<b>0,75</b>	Надбавка	0,12	<b>0,20</b>	0,29
<b>0,80</b>	Надбавка	0,08	<b>0,14</b>	0,19
<b>0,85</b>	Надбавка	0,04	<b>0,06</b>	0,09
<b>0,90</b>	Надбавка	0,01	<b>0,02</b>	0,03
<b>0,95</b>	Надбавка	0	<b>0</b>	0
<b>1,00-</b>	Надбавка	0	<b>0</b>	0

Этот метод предлагает следующий алгоритм проведения корректировки на стоимость корпоративного контроля: стоимость собственного капитала приобретаемой компании рассчитывается как предполагаемая будущая прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА) умноженная на среднее значение мультипликатора «Инвестированный капитал компании к ЕБИТДА» (IC/ЕБИТДА) по группе сопоставимых компаний, за вычетом стоимости привилегированных акций и долгов компании. Далее стоимость собственного капитала компании при приобретении рассчитывается как стоимость собственного капитала, умноженная на 1,25.

Вторая группа методов основывается на определении веса пакета голосующих акций в распределении контроля и ценности самого контроля. На практике наиболее часто применяется экспертно-аналитический метод. Основные источники информации, используемые в этих целях: бюллетень АК&М «Слияния и поглощения»; Mergers.ru «Слияния и Поглощения в России»; СКРИН НАУФОР; РосБизнес-Консалтинг; отраслевые сайты; сайты РТС и ММВБ.

В то же время в современных работах по этой тематике выделяется книга Кристофера Мерсера<sup>16</sup>, в которой предложена «Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса». Мерсер выдвигает гипотезу о том, что никакой «среднерыночной» премии и скидки по акциям не существует. В зависимости от особенностей ликвидности акции и пользы, извлекаемой главным акционером от контроля, скидки на недостаток ликвидности и недостаток контроля могут лежать в очень широком диапазоне от 0 до нескольких десятков процентов.

Сами права контроля над компанией ничего не стоят, если они не позволяют увеличивать экономическую чистую прибыль компании (часто и – при традиционном учете – необоснованно смешиваемую с бухгалтер-

<sup>16</sup> Z. Christopher Mercer, Valuing Enterprise and Shareholder Cash Flows: The Integrated Theory of Business Valuation. Peabody Publishing, 2004. (Кристофер Мерсер. Оценка стоимости предприятия и денежный поток для акционеров: Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса)

ской) и ее рост – и делать это лучше, чем текущий менеджмент компании делает это в интересах всех ее акционеров, как миноритарных, так и мажоритарных. В этом состоит главная ошибка всех традиционных теорий премии за контроль, в которых предполагается, что права мажоритарного контроля имеют *некоторую абсолютную ценность* независимо от результатов их использования. Важно определить процессы ценообразования на каждом уровне стоимости акций, и, понимая их, оценивать акции на требуемом ценовом уровне независимо, не прибегая ни к каким «среднерыночным» премиям/скидкам.

Тем не менее, сравнительный подход, несмотря на достаточную сложность расчетов и анализа, является неотъемлемым приемом определения обоснованной рыночной стоимости. Результаты, полученные таким способом, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.

### **Контрольные вопросы**

1. Перечислите факторы, влияющие на стоимость контрольных и неконтрольных пакетов акций.
2. Каким образом рассчитывается скидка за недостаточную ликвидность пакета?
3. Какие теоретические положения лежат в основе сравнительного подхода?
4. Каковы основные критерии отбора предприятий-аналогов?
5. Как рассчитываются ценовые мультипликаторы, и в чем заключается их экономический смысл?
6. Какие мультипликаторы относят к интервальным, а какие – к моментным?
7. В каком случае целесообразно использовать мультипликатор цена/денежный поток?
8. Какие этапы включает процесс формирования итоговой величины стоимости?

### **2.6. Затратный (имущественный) подход**

С помощью данного подхода определяют стоимость компании на основе понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств вследствие инфляции, изменений рыночной конъюнктуры, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате перед оценщиком встает задача осуществления корректировки статей баланса.

Процесс оценки проводят в следующей последовательности. Оценивают стоимость каждого актива баланса. После этого определяют текущую стоимость обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала фирмы.

Затратный подход представлен двумя основными моделями – стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости.

Чистые активы компании представляют собой разницу между балансовой стоимостью активов, принимаемых к расчету и ее обязательствами (по пассиву баланса), принимаемых к расчету. Стоимость чистых активов фирмы на начало и конец года находит отражение в Отчете об изменениях капитала (форма № 3). Для определения рыночной стоимости чистых активов:

- оценивают недвижимое имущество предприятия по рыночной стоимости;
- устанавливают достоверную рыночную стоимость машин и оборудования;
- выделяют и оценивают нематериальные активы;
- вычисляют рыночную стоимость материально-производственных запасов;
- оценивают дебиторскую задолженность с позиции реальности ее погашения;
- оценивают расходы будущих периодов;
- пересчитывают в текущую стоимость обязательства предприятия;
- устанавливают стоимость чистых активов.

Ликвидационная стоимость представляет собой денежную сумму, определяемую в виде разницы между доходами от ликвидации предприятия, получаемыми в результате отдельной распродажи его активов и расходами на ликвидацию. В этом случае возникает ликвидная позиция как разница между источниками средств и их расходованием на цели ликвидации компании.

Затратный подход включает два последовательных этапа:

- установление стоимости земельного участка, на котором находятся здания и сооружения;
- определение восстановительной стоимости или стоимости замещения зданий и сооружений на конечную дату оценки.

Под восстановительной стоимостью понимают стоимость строительства в текущих ценах на конечную дату оценки точного аналога оцениваемого объекта. Если расчет данной стоимости невозможен или нецелесообразен, то осуществляют расчет стоимости замещения.

Под стоимостью замещения подразумевают стоимость строительства в текущих ценах на последнюю дату оценки объекта с полезностью,

равной ценности рассматриваемого объекта, однако с применением новых материалов в соответствии с действующими стандартами, дизайном и планировкой.

Результаты определения стоимости воспроизводства или замещения должны быть включены в отчет оценщика, причем выбор целесообразно четко обосновать для предупреждения неправильной трактовки стоимости предприятия (объекта).

Вычисление полной стоимости строительства объекта включает расчет:

- 1) прямых затрат (стоимости материалов, амортизационных отчислений, стоимости временных зданий и сооружений, инженерных сетей, коммуникаций, оплаты труда строителей, стоимости мероприятий по технике безопасности и т.д.);
- 2) косвенных затрат на оплату услуг проектировщиков, бухгалтеров и юристов за консультирование, накладных расходов застройщиков, оплату лицензий, процентов по банковским кредитам, услуг маркетологов и пр.;
- 3) предпринимательского дохода (прибыли).

Предпринимательский доход выражает сумму, которую инвестор прогнозирует получить сверх затрат на реализацию проекта с учетом доходности и риска по сопоставимым объектам. В мировой практике данный доход составляет не более 15–20% всех затрат на строительство предприятия (объекта).

*Полная стоимость строительства = общие затраты на сооружение объекта + предпринимательский доход*

Важное значение для определения стоимости зданий и сооружений имеет расчет физического, функционального, технологического и экономического износа.

Физический износ выражает потерю в стоимости объекта, связанную с использованием, изнашиванием, привлечением расходов по обслуживанию и другими физическими факторами, приводящими к снижению срока жизни и полезности объекта.

Функциональный износ – утрата стоимости капитального актива в связи с невозможностью выполнять функции, для которых он предназначен. Функциональное устаревание связано с внутренними свойствами объекта, такими как конструктивные недостатки, избыточные издержки по его поддержанию в рабочем состоянии и т.д. Иными словами, объект перестает соответствовать современным стандартам с позиции его функциональной полезности (удобства планировки, инженерного обеспечения и пр.).

Технологический износ является разновидностью функционального устаревания. Он выражается в потере стоимости объекта в связи с изме-

нением технологии. Поэтому объект становится менее продуктивным и более дорогим в эксплуатации.

Экономическое устаревание объекта связано с потерей стоимости, вызванной внешними рыночными факторами (падение спроса на данный вид актива, увеличение предложения аналогичных активов на рынке).

Остаточная стоимость капитальных активов определяется как разность между стоимостью воспроизводства (стоимостью восстановления или стоимостью замещения) и общим износом.

Полная стоимость объекта недвижимости устанавливается путем добавления к остаточной стоимости здания или сооружения стоимости земельного участка, на котором он расположен.

Независимо от типа объектов оценки и обстоятельств их обмена в ФСО все подходы к оценке (сравнительный, доходный и затратный) рассматриваются как равнозначные, и предписывается их совместное применение с обязательным согласованием (взвешиванием) результатов. Данное требование сходно с требованием USPAP начала 1990-х годов, но не соответствует представлениям практической теории оценки стоимости о различном взгляде каждого из подходов на отражение общеэкономической сущности процессов ценообразования.

Применение нескольких подходов одновременно – это не гарантия получения адекватного результата. Наоборот, в результате приходится «согласовывать яблоки с лимонами», а это создает почву для злоупотреблений и бесконечные возможности для получения нужного результата, лежащего в любой точке интервала между полученными значениями.

Иначе говоря, в международном оценочном (да и в бухгалтерском) сообществе, а также в общеэкономической теории подходы к оценке применительно к конкретному объекту оценки и для конкретных целей оценки всегда рассматриваются иерархически.

### **Контрольные вопросы**

1. Обязан ли оценщик использовать все подходы при оценке предприятия?
2. В каких случаях возможен отказ от тех или иных подходов (методов)?
3. В чем состоит суть метода избыточных прибылей?
4. Чему равна оценка рыночной стоимости бизнеса согласно методу накопления активов?
5. Как можно определить полную стоимость строительства?
6. Чем измеряется физический, экономический технологический и функциональный износ имущества предприятия?
7. Назовите основные методы, применяемые в рамках имущественного подхода к оценке.

## Глава 3. СОВРЕМЕННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ СТОИМОСТНОГО УПРАВЛЕНИЯ

### 3.1. Моделирование стоимости бизнеса

В настоящее время в рамках теории стоимостного менеджмента сформировались собственные модели управления стоимостью компании, в той или иной степени отвечающие ее содержанию и принципам. Как уже отмечалось в главе 1, можно выделить несколько альтернативных моделей управления стоимостью, среди которых наиболее теоретически и практически состоятельными являются:

- модель А. Дамодарана;
- модель «Пентагон»;
- модель К. Уолша;
- модель сбалансированной системы показателей.

Концептуальная модель А. Дамодарана получила достаточно широкое распространение для корпоративных структур, как моно-, так и метакорпораций. Специфика управления стоимостью интегрированных корпоративных структур (*метакорпораций*), выделенная автором, состоит в следующем:

- на первом этапе осуществляется расчет стоимости отдельно для дочерних и родительской компаний. На втором – выполняется консолидированный расчет; это позволяет специфицировать способность и вклад каждой отдельной структуры в создание стоимости холдинговой группы с учетом синергетического эффекта;
- реструктуризация – необходимый атрибут управления стоимостью, особенно в вертикально-интегрированных холдинговых группах, поскольку в рамках холдинговых групп всегда имеются успешные и менее успешные дочерние компании, в рамках которых возможна внутренняя реструктуризация, ведущая к наращиванию стоимости компании;
- метакорпорации обладают способностью создавать большую инвестиционную стоимость за счет перераспределения ресурсов и взаимосвязей между всеми ее структурными составляющими;
- ключевое значение имеет взаимосвязь финансовой и инвестиционной деятельности для метакорпорации в целом; при этом целесообразен приоритет материнской компании в области финансовой деятельности.

Таким образом, концептуальная модель управления стоимостью А. Дамодарана непосредственно основана на методе дисконтированных

денежных потоков и выделении стоимостных факторов разного уровня интеграции.

Модель «Пентагон» McKinsey<sup>17</sup> основана на ключевой роли реструктуризации как инструмента управления стоимостью. В модели используется классическая пентаграмма для определения процесса и типовых процедур реструктуризации с позиций потенциального увеличения стоимости компании (рис. 3.1).

Под реструктуризацией авторами понимается изменение состава элементов, их функций, связей между ними при сохранении основных свойств объекта. Реструктуризация рассмотрена для двух структур современного бизнеса – моно- и метакорпораций. Направления работ в ходе реструктуризации определены авторами следующим образом:

- реструктуризация элементов, формирующих имущественный комплекс компании (реструктуризация активов и обязательств);
- реструктуризация элементов (бизнес-единиц), формирующих бизнес компании.



Рис. 3.1. Модель реструктуризации, направленной на увеличение стоимости компании

Несмотря на преобладание какого-либо вида реструктуризации как в моно-, так и метакорпорациях, процесс реструктуризации с необходимостью включает оба названных вида; при этом место каждого из них персонифицировано. Авторы рассчитывают эффект реструктуризации, который в целом равняется двум типам эффектов, полученных от двух видов

17 Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2005.

реструктуризации. При этом эффект от реструктуризации сложных корпоративных структур рассчитывается следующим образом:

**Общий эффект от реструктуризации = Эффект от реструктуризации бизнес единицы A + Эффект от реструктуризации бизнес-единицы B + ... + ... + Эффект от реструктуризации бизнес-единицы N.**

Кроме общего эффекта от реструктуризации рассчитывается и условный экономический эффект. Условный экономический эффект от реструктуризации представляет собой результат реструктуризации, выраженный в виде суммы денежных или иных поступлений и капитализированных альтернативных издержек за вычетом затрат, связанных собственно с реструктуризацией. Условный экономический эффект целесообразно применять в качестве некой «справочной» величины, обеспечивающей корректировку управленческих решений.

Разработчики концепции предлагают также:

- технику проведения реструктуризации, содержащую определенные этапы;
- совокупность методов проведения реструктуризации и формализацию оптимального выбора с целью получения наибольшего экономического эффекта;
- оптимизацию применения двух видов реструктуризации в процессе внутренних и внешних улучшений.

Для наращивания стоимости компании в данной концепции принципиальное значение имеют факторы, формирующие денежный поток, генерируемый активами компании, увеличение которого обеспечивает продолжительность роста стоимости компании. Эти факторы таковы:

1. Рост объема продаж.
2. Экономическая прибыль.
3. Ставка подоходного налога.
4. Эффективное использование основного и оборотного капитала.
5. Ставка дисконта, минимизация которой достигается за счет оптимальной структуры капитала.
6. Долг, оптимизация которого в структуре пассивов определяется отношением собственного и заемного капитала.

В качестве критерия роста стоимости компании рассматривается следующее соотношение:

$$ROIC = NOPLAT / CI > r (WACC), \quad (22)$$

где  $ROIC$  – рентабельность инвестированного капитала;

$NOPLAT$  – чистая прибыль за вычетом скорректированных налогов;

$CI$  – инвестированный капитал;

$r(WACC)$  – средневзвешенная стоимость капитала.



Фактически этот критерий соответствует оценке стоимости на основе метода капитализации прибыли, так как данное соотношение можно записать в следующем виде:

$$NOPLAT/r(WACC) > CI. \quad (23)$$

В этом выражении левая часть представляет собой оценку стоимости методом капитализации чистой прибыли.

Таким образом, рассматриваемая концептуальная модель, как и модель А. Дамодарана, при оценке стоимости компании использует метод денежных потоков во всех формах.

Концептуальная модель К. Уолша<sup>18</sup>. Данная концепция соединяет традиционный подход к финансовому анализу деятельности компании, базирующийся на финансовых коэффициентах, и новое направление анализа компаний, основанное на оценке ее стоимости. К. Уолш не предлагает решение всего комплекса вопросов в управлении стоимостью компании; его модель рассматривает сбалансированное «правильное» движение ограниченного числа главных финансовых коэффициентов, которые служат для выражения целей бизнеса и его стандартов и определяют стоимость компании.

Управляя базовыми коэффициентами с учетом их взаимосвязи и необходимости сбалансирования, можно достичь увеличения капитализации компании. Следует отметить, что, опираясь в своей модели только на финансовые коэффициенты, автор подчеркивает необходимость использования в управлении стоимостью более широкого круга показателей, обеспечивающих достижение финансовых целей, для чего «требуется объединение усилий и мастерства менеджеров, занимающихся самыми разными направлениями деятельности: производством, маркетингом, распределением товаров и услуг и остальными составляющими бизнеса<sup>19</sup>».

К. Уолш обосновывает также общие правила ведения бизнеса в условиях роста для повышения стоимости компании. При этом основой оценки также является денежный поток, но его увеличение достигается за счет *достижения баланса между прибылью, ростом и активами*. Модель сбалансированного роста имеет следующий вид<sup>20</sup>:

$$E = R/G * T, \quad (24)$$

где  $E$  – показатель сбалансированного роста;

<sup>18</sup> Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Дело, 2001.

<sup>19</sup> Там же. – С. 21.

<sup>20</sup> Там же. – С. 207.

$R$  – коэффициент нераспределенная прибыль к выручке;

$G$  – темп роста выручки;

$T$  – коэффициент оборотные активы к выручке.

Согласно указанной модели при  $E = 1$  поток денежных средств нейтрален; при  $E > 1$  – положителен; при  $E < 1$  – отрицателен, следовательно, для достижения сбалансированного роста необходимы дополнительные денежные средства, либо сокращение роста продаж. Модель устанавливает баланс между тремя ключевыми параметрами – прибылью, ростом и активами, которые и создают денежный поток. Показатель сбалансированного роста отвечает требованиям концепции стоимостного менеджмента: содержит факторы, создающие стоимость, одновременно являющиеся целевыми индикаторами, и предусматривает расчет интегрированного показателя ( $E$ ), фиксирующего темпы роста денежного потока, а, следовательно, и роста стоимости компании.

### Контрольные вопросы

1. Назовите основные положения концептуальной модели управления стоимостью, разработанной А. Дамодараном.
2. Как рассчитывается эффект от реструктуризации по модели «Пентагон»?
3. Что такое метакорпорации?
4. Какие финансовые критерии эффективности управления стоимостью предлагает компания McKinsey?
5. Что представляет собой сбалансированный рост бизнеса в соответствии с концепцией Уолша?
6. Назовите финансовые показатели, выражающие основные факторы сбалансированного роста.

### 3.2. Интегральная система управления стоимостью на основе сбалансированных карт показателей

Сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard – BSC) – это модель управления стоимостью компании, разработанная Гарвардской школой (разработчики: Р. Каплан и Д. Нортон)<sup>21</sup>.

Сбалансированная система показателей позволяет сформировать сквозную систему контролируемых показателей деятельности компании,

<sup>21</sup> Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. – 2-е изд. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес, 2004.

ориентированной на рост стоимости, от уровня компании в целом до подразделений и отдельных сотрудников.

Построение BSC предусматривает определенные этапы ее формирования.<sup>22</sup>

- формулирование стратегии;
- передачу стратегии внутрь всей компании;
- согласование стратегии компании с целями персонала;
- увязку целей стратегии с годовым бюджетом;
- идентификацию и согласование стратегических инициатив;
- мониторинг и корректировку стратегии.

В соответствии с моделью сбалансированной системы показателей стратегия компании рассматривается в рамках составляющих ее четырех сбалансированных блоков, на основе которых разрабатывается общий показатель эффективности, таких как:

- финансовая составляющая;
- клиентская составляющая;
- составляющая внутренних бизнес-процессов;
- составляющая обучения и развития персонала.

Выделение названных блоков обеспечивает группировку ключевых показателей деятельности компании – финансовых и нефинансовых. При этом предусматривается выделение индивидуальных стратегических целей для каждого блока. Полный набор таких целей с учетом их ранжированной взаимосвязи должен отражать стратегию компании.

*Финансовая составляющая* определяет финансовые результаты, которые должны удовлетворять акционеров. Сбалансированная система показателей предусматривает установление взаимосвязи между корпоративной стратегией и финансовыми целями.

Финансовые цели компании дифференцируются в зависимости от видов стратегического развития. Авторы выделяют три вида такого развития – рост, устойчивое состояние и сбор «урожая»; в соответствии с этим выделяются три финансовых стратегических направления (цели), которые ведут к реализации бизнес стратегии и определяются авторами как стратегические направления финансовой составляющей.<sup>23</sup>

Рекомендуемые авторами модели BSC показатели, соответствующие видам стратегии и финансовым направлениям, приведены в таблице 3.1.

<sup>22</sup> Управление стоимостью компании / Под ред. М.А. Федотовой и Т.В. Тазихиной. – М.: ФА, 2003. – С. 19.

<sup>23</sup> Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. – 2-е изд. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес, 2004. – С. 53.

Показатели стратегических финансовых направлений<sup>24</sup>

Стадия стратегического развития	Рост дохода и расширение структуры деятельности	Сокращение издержек и повышение производительности	Использование активов
Сбор «урожая»	Показатель роста объема продаж в сегменте рынка. Процент дохода от продаж нового продукта или услуги новым клиентам	Доходы/Персонал	Инвестиции (процент продаж). Исследования и развитие (процент продаж)
Устойчивое состояние	Доля целевых клиентов. Перекрестные продажи. Процент дохода от нового использования уже существующего продукта. Прибыльность продукта и клиента	Собственные издержки против издержек конкурентов. Сокращение издержек. Косвенные издержки (процент продаж)	Коэффициент ликвидности оборотного капитала (денежный цикл). Рентабельность по основным категориям активов. Коэффициент использования активов
Рост	Прибыльность продукта и клиента. Процент неприбыльных клиентов	Себестоимость единицы (производства, сделки)	Окупаемость. Производительность

- рост доходов и расширение структуры деятельности,
- сокращение издержек и увеличение производительности,
- использование активов и инвестиционная стратегия.

Кроме того, в дополнение к задаче увеличения доходности посредством роста, сокращения себестоимости, повышения производительности и использования активов большинство компаний одним из обязательных показателей считают управление рисками и включают разработанные показатели по управлению рисками в систему расчета финансовой составляющей. Наиболее адекватным показателем этого блока считается процент отклонения реальных результатов от планируемых.

Таким образом, индивидуальные финансовые цели, выраженные количественно соответствующими показателями для каждой стадии, служат ориентирами при определении задач и параметров других блоков (составляющих стратегии).

<sup>24</sup> Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. – 2-е изд. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес, 2004. – С. 54.

*Клиентская составляющая* определяет, какие потребности клиентуры должны быть удовлетворены, чтобы соответствовать ожиданиям акционеров. Ключевые показатели этого блока – удовлетворение потребностей клиента, сохранение и расширение клиентской базы и доли рынка, прибыльность клиента<sup>25</sup>. Клиентская составляющая BSC определяет круг клиентов и сегменты потребительского рынка, на которых компания собирается работать. Они определяют источник дохода, задача повышения которого ставится в финансовом блоке BSC. В рамках концепции для клиентской составляющей выделяются потребительская ценность предложения и потребительская ценность спроса, связанные с ключевыми показателями.

*Составляющая внутренних бизнес-процессов* определяет внутренние процессы (операционный, инновационный, послепродажное обслуживание), как наиболее важные для удовлетворения нужд потребителей, и, таким образом, для обеспечения ожиданий акционеров. Показатели данного блока – качество, сроки выполнения заказов, стоимость, разработка новых продуктов, уровень сервиса послепродажного обслуживания. Следует отметить, что разнообразие этих показателей зависит в значительной мере от вида деятельности компании. Так, разработчики включают в свою концепцию специфические компоненты внутренних бизнес-процессов, например: управление брэндом, обеспечение лидерства в качестве, источник лидерства, постоянное наличие многообразного товара, запоминающееся обслуживание потребителя.

Для формирования BSC определяется полная стоимостная цепочка внутренних бизнес-процессов, которая начинается с инновационных процессов (выявление будущих и настоящих потребностей клиентов и способов их удовлетворения), продолжается в операционных процессах и заканчивается послепродажным сервисом (рис. 3.2).

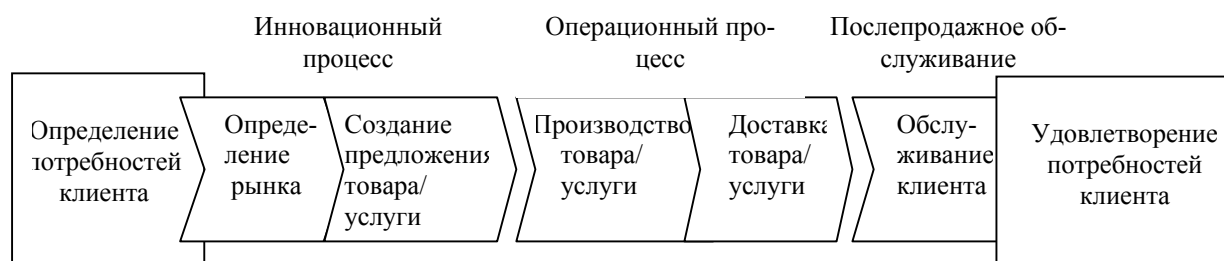


Рис. 3.2. Общая модель стоимостной цепочки для бизнес-процессов

<sup>25</sup> Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. – 2-е изд. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес, 2004. – С. 69.

Показатели блока внутренних бизнес-процессов устанавливаются для завершённого цикла производства тех или иных товаров и охватывают работу нескольких подразделений компании одновременно. Это является принципиально важным для вертикально интегрированных холдинговых групп; внедрение этих показателей в практику – значительное продвижение в области стратегического планирования.

Составляющая обучения и развития персонала определяет, какие ценности необходимы компании, чтобы обеспечить реализацию стратегических целей трех предшествующих компонентов для обеспечения сбалансированности системы. Стратегические задачи четвертого компонента системы – это факторы выполнения планов, поставленных первыми тремя блоками (составляющими). Авторы концепции называют этот компонент системы – инфраструктура достижения целей.

В рамках четвертого компонента BSC авторы выделяют три принципиальные направления обучения и развития:

- возможности работника;
- возможности информационных систем;
- мотивацию, делегирование полномочий, соответствие личных целей корпоративным.

По каждому направлению формируется собственная система показателей, например, критерии оценки кадровой ситуации в компании, к которым могут быть отнесены следующие показатели – удовлетворенность работника, сохранение кадровой базы, эффективность работника.

Таким образом, модель BSC основана на трансформации миссии компании во вполне конкретные задачи и показатели, ориентированные на наращивание стоимости, при жесткой взаимосвязи параметров всех четырех блоков стратегии. Логика построения ССП можно представить следующим образом (рис. 3.3) <sup>26</sup>.

В модели BSC предусматривается, что обозначенные стратегические стоимостные индикаторы должны быть преобразованы в плановые – для конкретной компании, которые должны отражать ее специфику. Особую ценность в рамках настоящего исследования представляет разработанная авторами исследуемой модели система взаимосвязи *структуры* компании и ее стратегии, отражающей представленные выше положениями.

Авторы модели BSC подчеркивают, что метакорпорации, в том числе холдинговые группы, функционирующие как вертикально-интегрированные, разрабатывают самостоятельную стратегию для каждой бизнес-единицы, что совпадает с позициями нашего исследования.

---

<sup>26</sup> Управление стоимостью компании / Под ред. М.А. Федотовой и Т.В. Тазихиной. – М.: ФА, 2003. – С. 20-21.



Рис. 3.3. Алгоритм построения сбалансированной системы показателей

В этих условиях возникает проблема установления корреляции между BSC холдинга и его дочерних обществ, т.е. определения синергетического эффекта. Авторы модели BSC пока не предлагают полное решение этой проблемы, но обосновывают два приоритетных элемента стратегии для метакорпораций:

- «Корпоративная идеология: ценности, убеждения и идеи компании, которые должны разделять все бизнес-единицы.
- Корпоративная роль: деятельность, необходимая для создания синергизма работы бизнес-единиц, составляющих организацию (например, общие клиенты, технологии, централизованные услуги совместного использования)»<sup>27</sup>.

В рамках корпоративной идеологии авторы формируют принцип: корпоративная BSC определяет рамки, внутри которых бизнес-единицы разрабатывают свои системы. При этом разработчики предложили подход к определению синергизма и экономии за счет многофункциональной деятельности, основанный на использовании следующих критериев:

- процент продаж как результат многофункциональной деятельности;

<sup>27</sup> Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. – 2-е изд. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес, 2004. – С. 157.

- процент операций как результат многофункциональной деятельности;
- сокращение издержек – результат перекрестных инициатив бизнес-единиц.

Таким образом, единая стратегия метакорпорации связывает все бизнес-единицы, и общие цели обеспечивают синергизм деятельности дочерних компаний. При этом метакорпорация – холдинговая группа – обеспечивает «родительское преимущество» (термин М. Портера), проявляющееся в том, что ее существование подразумевает возможность использования ресурсов всей холдинговой группы, т.е. общегрупповых корпоративных ресурсов.

В России процессы управления стоимостью бизнеса начали развиваться только в конце девяностых годов прошлого века, что было обусловлено не востребоваанностью данных концепций как в эпоху административной экономики, так и в эпоху ее трансформации в рыночную. С начала нынешнего столетия в российской экономической теории и практике используется стоимостное управление. Однако теоретические модели отечественных авторов носят локальный характер и развивают отдельные позиции рассмотренных выше концептуальных моделей зарубежных ученых.

Рассмотренные модели различаются концептуальными подходами к формированию системы стоимостных факторов, уровнем их интеграции, детализации и структуризации и соответствующих действий компании, нацеленных на увеличение стоимости. Следует также отметить, что рассмотренные модели отличает и степень формализации взаимосвязей стоимостных факторов. Однако при вышеназванных существенных различиях все концепции опираются на следующие основные стоимостные факторы:

- реальные и ожидаемые денежные потоки компании;
- уровень изменчивости доходов (операционный риск);
- стоимость заемного капитала и финансовый риск;
- ожидаемый потенциал роста компании, в том числе за счет стратегической реструктуризации.

Названные факторы носят комплексный и всеобщий характер, отражающий фундаментальные взгляды на стоимостное управление. При разработке стратегии управления стоимостью конкретной компании необходимо идентифицировать группы подфакторов (и соответствующих показателей) в зависимости от сферы деятельности, организационной структуры, рыночной модели, в которой функционирует компания и положения компании на отраслевых рынках.

Таким образом, рассмотренные модели создают инструментальную базу, которая позволяет трансформировать систему факторов стоимости в систему целевых индикаторов и ключевых показателей эффективности,



что позволяет реализовать стоимостные принципы принятия решений на всех уровнях управления и реализовать на практике концепцию стоимостного менеджмента.

### **Контрольные вопросы**

1. Объясните роль сбалансированных систем показателей в управлении стоимостью бизнеса.
2. В чем состоит отличие наиболее известных моделей систем показателей (KPI от BSC)?
3. Какие модели систем показателей вам еще известны?
4. Назовите четыре стратегические перспективы управления в соответствии с моделью Нортон и Каплана.
5. Какова, на ваш взгляд, роль финансовой перспективы в модели BSC?
6. Что представляет собой счетная карта предприятия?

## **Глава 4. ВЛИЯНИЕ СТРАТЕГИЧЕСКИХ АЛЬТЕРНАТИВ РАЗВИТИЯ НА СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА**

### **4.1. Стратегия и жизненный цикл компании**

Изучение жизненного цикла компании позволяет спрогнозировать появление проблем, возникающих на протяжении всего периода развития и выявить успешные направления ее деятельности. Особенности финансовой деятельности предприятия, находящегося на различных стадиях своего жизненного цикла заключаются в различных уровнях инвестиционных потребностей (а, следовательно, и различных темпах прироста общего объема финансовых ресурсов); различных возможностях привлечения заемных средств; уровне диверсификации финансовых операций; уровне финансового риска. Использование концепции жизненного цикла предприятия позволяет ранжировать цели и задачи, исходя из тех проблем, которые возникают на той или иной стадии развития (табл. 4.1).

В период рождения компания, главным образом, сталкивается с проблемами выживания: необходимы средства не только непосредственно на покрытие хозяйственных расходов, но и на осуществление необходимых для будущего развития инвестиций.

В период роста получаемая прибыль позволяет решать проблемы с денежными средствами, происходит смещение цели с рентабельности на экономический рост.

Если на стадии рождения компания нуждается в краткосрочных средствах финансирования, то на стадии роста компании необходимы среднесрочные и долгосрочные источники, которые позволят поддержать рост посредством инвестирования.

На стадии зрелости компания старается извлечь максимум прибыли. Учитывая старение своей продукции, возникает потребность в новых возможностях развития путем осуществления реального инвестирования или финансового участия.

На стадии экономического спада основной целью является выживание, а финансовой задачей – достижение финансового равновесия. В зависимости от того, на какой стадии жизненного цикла находится компания, она использует различные стратегии максимизации отдачи на вложенные средства.

Задачи, стоящие перед предприятием  
в зависимости от стадии жизненного цикла<sup>28</sup>

Финансовые задачи	Стадии жизненного цикла			
	Рождение	Рост	Зрелость	Старение
Финансовое равновесие				
Финансовая рентабельность				
Экономический рост				
Рост рыночной стоимости обыкновенных акций				
Финансовая гибкость				

Можно выделить три крайние стратегии в зависимости от жизненного цикла компании:

- стратегия роста;
- стратегия удержания позиций;
- стратегия «сбора урожая».

Стратегия роста. Рост – это стадия, которую предприятие проходит в самом начале своего жизненного цикла. Продукты и услуги на данном этапе обладают существенным потенциалом роста. Для того чтобы капитализировать этот потенциал, необходимо привлечь значительные ресурсы с целью развития и продвижения новых продуктов и услуг; построить и расширить производственные мощности; инвестировать в системы, инфраструктуру и распределительную сеть; создать и развивать клиентскую базу.

На этом этапе развития денежный поток может иметь отрицательное значение, а рентабельность инвестиций — быть низкой (средства либо идут на инвестирование в нематериальные активы, либо капитализируются для внутренних целей). Инвестиции в будущее развитие могут превышать доходы, которые бизнес получает от пока ограниченной базы существующих продуктов, услуг и клиентов. Общая финансовая цель на этой стадии развития бизнеса состоит в процентном росте дохода и объемов продаж в целевых сегментах.

Стратегия удержания позиций применяется, когда высокие темпы роста рынка сменились умеренными, а компания сумела занять на нем оп-

<sup>28</sup> Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Дело, 2001. – С. 19.

ределенную нишу. В этом случае повысить рентабельность своего бизнеса компания может как за счет улучшения работы с клиентами, так и за счет оптимизации бизнес-процессов. Инвестиционные проекты, в отличие от долгосрочных вложений на первой стадии развития бизнеса, по большей части направлены на ликвидацию «узких мест», расширение мощностей и постоянное совершенствование бизнеса. Поэтому большинство компаний на данном этапе развития ставят перед собой финансовые цели, связанные с прибыльностью бизнеса, такие как достижение рентабельности компании, продуктов и каналов продвижения.

При наступлении стадии стабилизации или стагнации рынка компания прежде всего заинтересована либо в продаже своего бизнеса, либо в получении максимальной отдачи от него. Последний вариант называется стратегией «сбора урожая». В этом случае для поддержания приемлемых показателей рентабельности руководство компании должно снизить издержки настолько, насколько возможно. Ключевыми показателями являются удельные, прямые и общие издержки, а также период окупаемости новых капиталовложений, который должен быть наикратчайшим.

Основной стратегической целью реструктуризации, независимо от того, кто выступает инициатором реструктуризации, является повышение эффективности деятельности и увеличение рыночной стоимости компании за счет эффективного использования ресурсов. При этом корпоративное реструктурирование подразумевает под собой изменения в структуре капитала или собственности, не связанные с операционным (деловым) циклом компании и основанные на использовании факторов внешнего роста капитала.

Главное же, что привлекает инициатора реструктуризации, – конечно же, получение контроля над более высокими суммами денежных потоков. Базовой моделью расчета стоимости организации в целях реструктурирования применяется метод дисконтированных денежных потоков, так как данный метод является единственным, позволяющим учитывать будущие изменения в денежных потоках предприятия.

При оценке предполагаемого плана реструктурирования необходимо составить прогноз чистых денежных потоков после уплаты налогов, связанных с текущей деятельностью компании, без учета финансовых издержек реорганизации. Т.е. реструктуризацию можно трактовать как особого рода капиталовложения с первоначальными затратами и ожидаемой в будущем прибылью.

При этом управление стоимостью компании при реструктуризации фактически сосредотачивается на том, как выделить ту часть обоснованной рыночной стоимости, которая необходима для осуществления планируемой деятельности, а остальные ресурсы, не являющиеся необходимыми-

ми для выполнения основных задач новой компании, обратить в денежный поток.

Для этого необходимо:

- установить стоимость отдельных частей рассматриваемой компании;
- проанализировать все предпринимательские единицы и принадлежащие ей активы существенного размера;
- определить направления, позволяющие не только улучшить характеристику денежных потоков от производственной деятельности, но и определить рыночную стоимость тех ресурсов, от которых можно избавиться.

Таким образом, сама возможность реструктуризации и реорганизации кроется в существовании стоимостного разрыва компании. Стоимостный разрыв – это разница между текущей дисконтированной стоимостью прогнозируемых денежных потоков при сохранении существующих условий и текущей дисконтированной стоимостью денежных потоков при реструктуризации и реорганизации компании.

Стоимостной разрыв рассчитывается следующим образом:

$$NPV_c = [D(PN)n + (EE)n - (I)n + (T)n]r, \quad (25)$$

где  $NPV_c$  – чистая текущая стоимость эффекта реструктурирования;

$D(PN)n$  – дополнительная прибыль от реструктурирования;

$n$  – период времени после реструктурирования;

$(EE)n$  – экономия производственных издержек и дополнительная прибыль за счет диверсификации производства;

$(I)n$  – дополнительные инвестиции на реструктурирование;

$(T)n$  – прирост/экономия налоговых платежей;

$r$  – коэффициент текущей стоимости.

Если при стоимостной оценке компании выясняется, что между стоимостью, которую фактически создает компания, и потенциальной стоимостью, которая достижима при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостный разрыв, то это уже означает наличие возможности реструктуризации и реорганизации. Можно говорить о предполагаемом кризисе, если прослеживается тенденция снижения стоимости компании, если, конечно она не обусловлена внешними факторами, и не носит прогнозируемый временный характер (циклические сезонные колебания).

### Контрольные вопросы

1. В чем заключается операционная стратегия развития бизнеса?
2. Назовите основные стоимостные факторы в рамках инвестиционной и финансовой стратегии.

3. Что такое «стоимостной разрыв».
4. Каковы особенности российской практики в области стратегий роста компаний.
5. Каково экономическое содержание выкупа долговым финансированием?
6. Назовите основные признаки LBO.
7. Назовите основные характеристики компаний – потенциальных претендентов на выкуп.
8. Приведите пример источников создания стоимости в выкупах долговым финансированием.
9. В чем заключается эффективность оценки методом реальных опционов?

#### **4.2. Публичное размещение акций (IPO) как инструмент повышения капитализации бизнеса**

Проведение *IPO* не является обязательным моментом в жизни каждой компании. Актуальность проведения первичного публичного предложения определяется менеджментом каждой отдельной компании с учетом стратегии ее развития. В свете теории жизненного цикла каждое предприятие проходит несколько стадий: рождение, рост, зрелость и банкротство.

На любой стадии жизненного цикла компания должна обладать финансовой гибкостью, то есть способностью привлекать денежные средства из различных источников, регулировать уровень платежеспособности и направления деятельности в соответствии с изменившимися условиями.

Именно на стадии зрелости корпорации больше всего нуждаются в *IPO* для их дальнейшего роста и развития. Первичное публичное предложение становится своеобразным мультипликатором финансовых и иных возможностей корпорации в условиях совокупного постоянного научно-технического и экономического развития среды, в которой находится предприятие, с одной стороны, и его достаточно устойчивого и конкурентоспособного положения, с другой стороны. Пребывание в статусе публичной уже само по себе может создавать дополнительную добавленную стоимость. Кроме того, это также повышает уровень доверия к компании со стороны других инвесторов, клиентов, кредиторов и поставщиков.

Выход на публичный рынок связан с издержками по организации *IPO* и оплате услуг консультантов, андеррайтеров, юристов и т.д., а также с издержками по раскрытию информации, ценность которой при этом снижается. Поэтому в компании предпочитают принимать решение об *IPO* в тот момент, когда потенциальные выгоды (такие как повышение стоимости компании, ликвидности акций, увеличение субъективной оцен-

ки акций) превышают эти издержки, что обычно происходит на достаточно зрелом этапе их функционирования (жизненного цикла).

Сторонники теорий «жизненного цикла» выделяют, дополнительно к названным, также иные важные побудительные причины решения о преобразовании компании в публичную:

- для потенциального инвестора значительно легче выделить перспективную, на его взгляд, компанию, если она является публичной;
- акции публичной компании продаются по цене более высокой, чем цена, предлагаемая в ходе прямой продажи;
- высокая цена на акции компаний на публичном рынке может приводить к росту конкурентоспособности продукции этой компании.

Учитывая, что цель деятельности любой коммерческой организации заключается в максимальном увеличении рыночной стоимости, проведение *IPO* целесообразно на заключительном этапе такой стратегии развития, при которой *последовательно* повышается стоимость бизнеса (рис. 4.1).



Рис. 4.1. Этапы увеличения стоимости компании<sup>29</sup>

Первый и второй этапы подразумевают под собой создание устойчивого бизнеса, удовлетворяющего определенным требованиям инвесторов и международным стандартам.

<sup>29</sup> [www.mdm.ru](http://www.mdm.ru) «Новые возможности на рынке акционерного капитала»

Третий этап формирует кредитный имидж заемщика. Выпуски, размещаемые в настоящее время, существенно различаются между собой по целям заимствования и эффекту, оказываемому на кредитную историю и репутацию эмитента.

Выход на новые рынки заимствований не всегда ведет к укреплению репутации заемщика. Реальное продвижение вперед всегда связано не столько с объемами займа, усилиями андеррайтера или масштабами рекламной кампании, сколько с наличием четкой и ясной инвестиционной программы. Наибольшее предпочтение имеют заемщики, которые предоставят инвесторам информацию о том, на что именно будут расходоваться их средства. В этом случае и репутационный эффект будет максимальным. Проведенные подобным образом облигационные займы становятся первым шагом для подготовки к IPO. Начиная с небольших объемов заемных средств, направляемых на реализацию конкретных инвестиционных проектов, компании должны постепенно создавать свою кредитную историю, имя, репутацию.

В дальнейшем это позволит обратиться не только к долговому, но и долевого финансированию на гораздо более выгодных условиях. Представленный вариант развития компании не является универсальным для всех корпораций. Некоторые составляющие этапов могут быть не использованы. Иногда эмитенты прибегают к довольно сложным формам привлечения капитала, которые, по существу, являются первыми шагами, направленными на повышение капитализации предприятия.

В целом, реализация данной долгосрочной стратегии развития позволяет последовательно и максимально увеличить стоимость бизнеса. Реализация подобной стратегии на практике означает, что в тот период времени, когда закрытая или частная компания нуждается в долгосрочных финансовых средствах, а все возможности использования заемных средств исчерпаны и их дальнейшее привлечение приведет к критическому соотношению собственных и заемных средств в структуре капитала, компания эмитирует и продает акции на организованном рынке.

### **Контрольные вопросы**

1. Что является стратегической и тактической целью выхода на открытые рынки капитала?
2. Каковы особенности российской практики в области стратегий роста компаний?
3. Какие издержки несет акционерное общество при проведении IPO?
4. Назовите основные этапы организации открытой подписки
5. Какие риски несет акционерное общество при проведении IPO? Как можно добиться их снижения?



### 4.3. Оценка и стратегии управления стоимостью компании в процессе реорганизации

#### 4.3.1. Способы реорганизации юридических лиц

В условиях активного развития экономики России, все действия компаний нацелены на расширение своей сферы деятельности. При этом, стратегия, направленная на расширение, заключается не только в удовлетворении спроса на свою продукцию, открытии новых производств, освоение новых областей услуг, использование новых, перспективных возможностей на освоенных и новых рынках, с существующими и новыми видами продукции, но и в изменении организационной структуры компании.

В рамках существенных преобразований, направленных на перестройку бизнеса, выделяют два основных направления, такие как:

- реструктуризация с финансовой позиции: приспособление структуры ресурсов к новым ценам и условиям ограниченности, а также изменение структуры производства в соответствии с конкурентными преимуществами и спросом. Она может также включать организационные изменения фирм, выражающиеся в их разделении на более мелкие единицы или в создании новых комбинаций;
- организационная реструктуризация предприятия – процесс реорганизации и оптимизации элементов или всей системы финансово-хозяйственной деятельности с целью повышения эффективности.

Внешнее развитие предприятия основано на купле-продаже активов, подразделений, слияниях и поглощениях, а также видов деятельности по сохранению корпоративного контроля.

Причины, обуславливающие необходимость реструктуризации следующие:

- 1) наличие стоимостного разрыва;
- 2) получение конкурентных преимуществ за счет реорганизации;
- 3) повышение инвестиционной привлекательности.

В общем виде направления реструктуризации бизнеса можно представить следующим образом (рис. 4.2).

При стратегическом направлении целью расширения является увеличение стоимости акционерного капитала в результате следующих действий:

- приобретение действующих предприятий (создание новой компании более длительное и трудоемкое занятие, нежели приобретение контроля над уже действующей);

- получение управленческих, производственных и технологических выгод в случае объединения различных компаний («эффект дополнения», в случае, если система восполняет недостающие элементы);
- возможность диверсифицировать и снизить совокупный риск при объединении компаний различного профиля деятельности;
- реализация конкурентных преимуществ в результате упрочнения позиции объединенной компании на рынке;
- получения синергетического эффекта, который возникает в том случае, если свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов.



Рис. 4.2. Направления реструктуризации бизнеса

Существуют определенные различия в толковании понятия «слияние компаний» в зарубежной теории и практике и в российском законодательстве. В соответствии с российским законодательством под *слиянием* понимается реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом.

Следовательно, необходимым условием оформления сделки слияния компаний является появление нового юридического лица, при этом новая компания образуется на основе двух или нескольких прежних фирм, утра-

чивающих полностью свое самостоятельное существование. Новая компания берет под свой контроль и управление все активы и обязательства перед клиентами компаний – своих составных частей, после чего последние распускаются. Например, если компания А объединяется с компаниями В и С, то в результате на рынке может появиться новая компания D ( $D=A+B+C$ ), а все остальные ликвидируются.

*В соответствии с общепринятыми за рубежом подходами под слиянием подразумевается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур.*

В зарубежной практике под слиянием может пониматься и объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование. В российском законодательстве этот случай попадает под термин «присоединение», подразумевающий, что происходит прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц с передачей всех их прав и обязанностей обществу, к которому они присоединяются ( $A=A+B+C$ ).

За рубежом понятия «слияния» и «поглощения» не имеют такого четкого разграничения, как в нашем законодательстве. Даже сами английские аналоги рассматриваемых понятий имеют неоднозначное значение:

*Merger* – поглощение (путем приобретения ценных бумаг или основного капитала), слияние (компаний);

*Acquisition* – приобретение (например, акций), поглощение (компаний);

*Merger and acquisitions* – слияния и поглощения компаний.

*Поглощение компании* можно определить как взятие одной компанией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютно или частичного права собственности на нее. Поглощение компании зачастую осуществляется путем скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия.

В Российской Федерации *присоединением* общества признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей ему всех прав и обязанностей другому обществу.

Все сделки слияния и присоединения заключаются в соответствии со следующими нормативно-правовыми актами:

- Федеральным законом № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»;
- Федеральным законом № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»;
- Федеральным законом № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»;

• Антимонопольным законодательством (Федеральный закон № 135-ФЗ «О защите конкуренции» и нормативно-правовые акты ФАС).

Особое внимание хотелось бы уделить требованиям антимонопольного законодательства, в соответствии с которым компании должны удовлетворять следующим условиям:

- в обмене с обеих сторон участвуют только обыкновенные акции;
- запрещены условные платежи;
- компания, участвующая в сделке должна иметь опыт работы, как самостоятельная организация не менее двух лет;
- поглощаемая компания не должна избавляться от значительной доли активов в течение двух лет;
- для принятия финансовых решений требуется согласие не менее 2/3 акционеров.

#### *Классификация основных типов слияний и поглощений компаний*

В современном корпоративном менеджменте можно выделить множество разнообразных типов слияния и поглощения компаний. Считаем, что в качестве наиболее важных признаков классификации этих процессов можно назвать:

- характер интеграции компаний;
- национальную принадлежность объединяемых компаний;
- отношение компаний к слияниям;
- способ объединения потенциала;
- условия слияния;
- механизм слияния.

Остановимся на наиболее часто встречающихся видах слияния компаний. В зависимости от характера интеграции компаний целесообразно выделять следующие виды:

горизонтальные слияния – объединение компаний одной отрасли, производящих одно и то же изделие или осуществляющих одни и те же стадии производства;

вертикальные слияния – объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта, т.е. расширение компанией-покупателем своей деятельности либо на предыдущие производственные стадии, вплоть до источников сырья, либо на последующие – до конечного потребителя. Например, слияние горнодобывающих, металлургических и машиностроительных компаний;

родовые слияния – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары. Например, фирма, производящая фотоаппараты, объединяется с фирмой, производящей фотопленку или химреактивы для фотографирования;

конгломератные слияния – объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности, т.е. слияние такого типа – это слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом. В рамках конгломерата объединяемые компании не имеют ни технологического, ни целевого единства с основной сферой деятельности фирмы-интегратора. Профилирующее производство в такого вида объединениях принимает расплывчатые очертания или исчезает вовсе.

В свою очередь можно выделить три разновидности конгломератных слияний:

Слияния с расширением продуктовой линии (product line extension mergers), т.е. соединение неконкурирующих продуктов, каналы реализации и процесс производства которых похожи. В качестве примера можно привести приобретение компанией Procter & Gamble, ведущим производителем моющих средств, фирмы Clorox – производителя отбеливающих веществ для белья.

Слияния с расширением рынка (market extension mergers), т.е. приобретение дополнительных каналов реализации продукции, например, супермаркетов, в географических районах, которые ранее не обслуживались.

Чистые конгломератные слияния, не предполагающие никакой общности.

В зависимости от национальной принадлежности объединяемых компаний можно выделить два вида слияния компаний:

– национальные слияния – объединение компаний, находящихся в рамках одного государства;

– транснациональные слияния – слияния компаний, находящихся в разных странах (transnational merger), приобретение компаний в других странах (cross-border acquisition).

Учитывая глобализацию хозяйственной деятельности, в современных условиях характерной чертой становится слияние и поглощение не только компаний разных стран, но и транснациональных корпораций.

В зависимости от отношения управленческого персонала компаний к сделке по слиянию или поглощению компании можно выделить:

дружественные слияния – слияния, при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и приобретаемой (целевой, выбранной для покупки) компаний поддерживают данную сделку;

враждебные слияния – слияния и поглощения, при которых руководящий состав целевой компании (компании-мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мероприятий. В этом случае приобретающей компании приходится вести на рынке ценных бумаг действия против целевой компании с целью ее поглощения.

В зависимости от способа объединения потенциала можно выделить следующие типы слияния:

корпоративные альянсы – это объединение двух или нескольких компаний, сконцентрированное на конкретном отдельном направлении бизнеса, обеспечивающее получение синергетического эффекта только в этом направлении, в остальных же видах деятельности фирмы действуют самостоятельно. Компании для этих целей могут создавать совместные структуры, например, совместные предприятия;

корпорации – этот тип слияния имеет место тогда, когда объединяются все активы вовлекаемых в сделку фирм.

В свою очередь, в зависимости от того, какой потенциал в ходе слияния объединяется, можно выделить:

производственные слияния – это слияния, при которых объединяются производственные мощности двух или нескольких компаний с целью получения синергетического эффекта за счет увеличения масштабов деятельности;

чисто финансовые слияния – это слияния, при которых объединившиеся компании не действуют как единое целое, при этом не ожидается существенной производственной экономии, но имеет место централизация финансовой политики, способствующая усилению позиций на рынке ценных бумаг, в финансировании инновационных проектов.

Тип слияний зависит от ситуации на рынке, а также от стратегии деятельности компаний и ресурсов, которыми они располагают.

Разделением акционерного общества признается прекращение общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. Совет директоров реорганизуемого в форме разделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации в форме разделения, и в порядке конвертации акций реорганизуемого общества в ценные бумаги вновь создаваемых. При разделении общества его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь создаваемым обществам в соответствии с разделительным балансом.

Выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения последнего. Совет директоров реорганизуемого в форме выделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме выделения, о порядке и условиях осуществления выделения, о создании нового общества, возможности конвертации акций общества в акции и (или) иные ценные бумаги выделяемого общества и о порядке такой конвертации, об утверждении разделительного баланса.

При преобразовании общества в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив к вновь возникшему юри-

дическому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного общества в соответствии с передаточным актом.

Преобразование публичной компании в частную может осуществляться за счет скупки акций, что означает изменение структуры собственности. Для этого используется большое количество инструментов. Наиболее распространены: наличный расчет с бывшими акционерами, слияние компании открытого типа с частной корпорацией. Помимо этого может осуществляться приватизация, реализуемая посредством выкупа акций за счет кредита, т.е. в сделке принимает участие третья или даже четвертая сторона.

#### 4.3.2. Финансовая эффективность при слияниях и поглощениях

В мировой экономической литературе существует ряд теорий, имеющих целью объяснить причины и мотивировку слияний и поглощений. Наибольшее распространение получила *теория повышения добавленной экономической стоимости компании*, или *теория синергии* (*Theory of Synergy*).

Впервые, как сформировавшаяся теория, она была сформулирована в работе Бредли, Десаи и Ким в 1983 году<sup>30</sup>. Суть теории синергии состоит в том, что компании А и В пойдут на слияние только в том случае, если компания С, образовавшаяся в результате их слияния, увеличит чистое благосостояние акционеров, то есть вырастет чистая прибыль банка и увеличится стоимость его акций.

Согласно теории синергии компания, образовавшаяся в результате слияния или поглощения, может использовать широкий спектр преимуществ, которые возникают вследствие объединения ресурсов сливающихся компаний, а именно – стремится добиться экономии на масштабах, снижения административных, маркетинговых и прочих затрат за счет централизации функций, расширения продуктового ряда, увеличения доли рынка, географической диверсификации своего бизнеса, повышения эффективности управления и прочих выгод.

Еще одной теорией, выдвигаемой для объяснения мотивации при слиянии, является *Теория гордыни* (*Hubris Theory*), которая была предложена в 1986 году Ричардам Роллом<sup>31</sup>.

Используя данные и выводы, содержащиеся более чем в сорока работах, Ролл пришел к выводу, что слияния и поглощения *не порождают*

<sup>30</sup> См. Bradley, M., A. Desai, E.H. Kim, The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? // *Journal of Financial Economics*. Vol. 1. – 1983. – № 2. – P. 195.

<sup>31</sup> Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // *Journal of Business*. Vol. 59. April 1986. – № 2. – P. 197-216.

*эффекта синергии*, а если он и присутствует, то влияние этого эффекта, как правило, оказывается переоцененным.

Предположение об отсутствии синергетического эффекта в процессе слияний позволило Роллу выдвинуть теорию о том, что слияние – это результат индивидуального решения менеджмента компании-покупателя, который считает, что именно его оценка стоимости компании-цели верна, а рыночная оценка стоимости не полностью отражает потенциал его развития. Иначе говоря, решение о слиянии может быть вызвано лишь иррациональной гордыней менеджеров компании-покупателя по поводу того, что только они могут полностью определить и распознать несуществующую синергию.

Еще одна теория мотивации слияний и поглощений – *Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств (Agency Theory of Free Cash Flow)*, была сформулирована в 1986 году Майклом Дженсеном<sup>32</sup>. В рамках данной теории менеджеры являются агентами акционеров, а подобные агентские взаимоотношения всегда чреваты конфликтом интересов. Источник конфликтных ситуаций – это выплата денежных средств акционерам, что является одной из ключевых проблем, которая долгое время недооценивалась практикующими экономистами и учеными. Так, менеджеры могут уже не действовать наилучшим образом в интересах своих акционеров. Их основным побудительным мотивом являются собственные интересы, которые совсем не обязательно должны совпадать с интересами акционеров. В результате конфликта интересов возникают агентские издержки в виде злоупотреблений менеджеров и использования корпоративного имущества в личных целях (неоправданные командировки, завышенные представительские расходы и др.).

Рассмотренные концепции являются самыми распространенными теориями, объясняющими качественную и количественную стороны мотиваций при осуществлении слияний и поглощений.

Российская практика перераспределения собственности у многих создала ощущение, что поглощения – относительно простой, дешевый и чуть ли не единственный способ значительно увеличить бизнес. Однако опыт развитых экономик свидетельствует, что это далеко не так. Компании, как правило, приобретаются с большой премией к их рыночной цене (за добровольный отказ от контроля собственники обычно требуют 30–40% надбавки к рыночной цене акций, а при попытке скупить значительный пакет акций на открытом рынке их курс немедленно вырастает).

---

<sup>32</sup> Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. // *American Economic Review*. Vol. 76. May 1986. – № 2.

Jensen, M.C., W. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. October 1976.



В такой ситуации акционеры поглощающей компании могут считать сделку успешной, только если в ее результате создается дополнительная стоимость, позволяющая покрыть премию, то есть повышается суммарная прибыльность активов и, соответственно, их акционерная стоимость. При этом доля неудачных сделок, в результате которых стоимость не создается, а разрушается, достигает 70%. Компании совершают ошибки и просчеты на всех основных этапах слияния или поглощения: в выборе объекта, в проведении сделки и в управлении интеграцией.

Оценка стоимости компании при слияниях и поглощениях подразумевает под собой в первую очередь определение совместимости компаний. Для этого необходимо выполнить:

- анализ сильных и слабых сторон участников сделки;
- прогнозирование вероятности банкротства;
- анализ производственного (операционного) и финансовых рисков;
- оценку потенциала изменения чистых денежных потоков;
- предварительную оценку стоимости реорганизуемой организации.
- определение возможностей для создания синергий;
- определение возможностей для создания стоимости за счет реструктуризации компании.

Успех сделки во многом зависит от способности реально оценить возможности создания стоимости в результате интеграции сбытовых, производственных, исследовательских и других мощностей, усиления рыночных позиций, уменьшения штата, трансфера технологий и т. п.

Определяя возможности для реструктуризации, покупатели часто сравнивают поглощаемую компанию с лидерами отрасли. Важно помнить, что слияние или поглощение всегда означает перемены в обеих компаниях – как поглощенной, так и поглощаемой, – и их можно с выгодой использовать для проведения преобразований. Начинать сделку можно только в том случае, если по результатам анализа выясняется, что стоимость, которую удастся создать в результате слияния или поглощения, значительно покрывает затраченные средства.

В данном случае затраты на реорганизацию можно рассматривать как вариант капиталовложений: имеются стартовые затраты и в будущем ожидается прибыль. В любом случае менеджмент компании должен добиваться оптимального распределения капитала и обеспечивать в долгосрочном периоде благосостояние акционеров.

Первоочередной задачей при оценке предполагаемого проекта является составление прогноза будущих денежных потоков с учетом всех синергетических эффектов.

*Синергетический эффект* – приобретение дополнительных экономических выгод в результате успешного объединения компаний (при слиянии и поглощении) и превышения их стоимости. Данные экономические выгоды образуются вследствие более рационального использования их общего финансового потенциала, взаимодополнения технологий и выпускаемых продуктов, возможности снижения текущих издержек производства и других аналогичных факторов объединенных компаний.

Синергический эффект может проявляться в двух направлениях: *прямая и косвенная выгода*.

Прямая выгода – это осязаемое увеличение денежных потоков, то есть снижение издержек в результате объединения и сокращения оборудования, площадей и численности персонала, и более высокая величина контрибуции из-за упрочения позиции на рынке и увеличения размеров обслуживаемой территории. Конкретную величину прироста денежных потоков можно вычислить в процессе планирования приобретения или слияния компаний. Конечно же, качество таких оценок будет зависеть от того, насколько количественно измеримы возможности для улучшения деятельности. Скорее всего, в этом случае повлияют и налоговые льготы, и эффект рычага. Анализ прямой выгоды включает в себя следующие этапы. Назовем их:

- оценка стоимости реорганизации до реорганизации на основе прогнозируемых денежных потоков;
- оценка стоимости объединенной компании на основе денежных потоков после реорганизации;
- расчет добавленной стоимости на основе модели дисконтированных денежных потоков, формирующейся за счет *управленческой, операционной и финансовой синергии*.

*Операционный синергический эффект* – экономия на операционных расходах за счет объединения служб маркетинга, учета, сбыта. Кроме того, объединение может привести к упрочению позиции компании на рынке, получению технологического ноу-хау, торговой марки, что способствует не только снижению затрат, но и дифференциации выпускаемой продукции. Помимо экономии на затратах, дифференциации выпускаемой продукции, достигается экономия за счет масштаба (возможность выполнять большой объем работы на тех же производственных мощностях, что, в итоге, снижает средние издержки на единицу выпускаемой продукции).

*Управленческая синергия* – экономия за счет создания новой системы управления. Объединение предприятий может осуществляться путем горизонтальной и вертикальной интеграций, а также посредством создания конгломерата.

Целью объединения является создание более эффективной системы управления. Часто объектом для присоединения служат более плохо управляемые компании с нереализуемым потенциалом стоимости. В данном случае компания обладает следующими возможностями: создание новой управленческой структуры или повышение качества управления без реорганизации.

Финансовая синергия – экономия за счет изменения и дифференциации источников финансирования. Традиционно, факт объединения компаний вызывает информационный эффект, после чего стоимость ценных бумаг компании, и, в частности акций, возрастает даже в том случае, если реальных экономических преобразований не осуществлялось. Таким образом, слияние (присоединение) форсирует рост инвестиционной привлекательности компании со стороны потенциальных инвесторов, что способствует притоку инвестиций, появлению дополнительных источников финансирования, повышению надежности компании в глазах кредиторов. В целом, данный вид синергии способствует снижению риска инвестирования в компанию, чем обеспечивает появление более дешевых источников финансирования. Помимо этого, реорганизация дает некоторые налоговые преимущества (финансовая отчетность головной организации составлена исключительно для целей налогообложения).

Косвенная выгода заключается в том, что акции объединенной компании могут стать более привлекательными для инвестора, а потому их рыночная стоимость, отражающая увеличение денежных потоков, возрастет. Аналитики фондового рынка и инвесторы обычно ожидают, что слияния, которые дают синергический эффект, не только сделают компанию более прибыльной, но и, возможно, ускорят ее рост, усилят ее позиции на рынке или уменьшат колебания прибыли – ведь цикличность деятельности одного предприятия компенсируется цикличностью другого.

Со временем такой пересмотр стоимости может снизить премию за риск компании, уменьшить затраты ее капитала, а также улучшить ожидаемое значение соотношения цены и прибыли на акцию.

Процесс слияния аналогичен покупке другой компании, а также связан с инвестициями средств. Поэтому при оценках можно применять основные принципы принятия решений о долгосрочных вложениях. Такую покупку следует предпринимать, если эта операция увеличит рыночную стоимость реорганизованной компании, и, в конечном итоге, благосостояние акционеров. Однако слияния зачастую с трудом поддаются оценке по следующим причинам:

- необходимо тщательно определить выгоды и издержки;

- покупка компании существенно сложнее покупки нового оборудования, так как при слиянии возникают особые налоговые, правовые и бухгалтерские проблемы;
- надо принимать во внимание тактические приемы наступления и защиты, которые часто применяются при враждебных поглощениях;
- необходимо анализировать как причины слияния, так и его следствия – кто из участников вероятнее всего извлечет из него прибыли, а кто понесет убытки.

На практике чаще всего оценку и анализ слияния или поглощения начинают с прогноза будущих потоков денежных средств компании, которую собираются присоединить. В прогноз включают любое увеличение доходов либо снижение затрат, обусловленное поглощением, и затем дисконтируют эти суммы и сравнивают полученный результат с ценой покупки.

При таком подходе существует вероятность погрешности в оценке стоимости компании при оценке будущих потоков денежных средств компании, которую предстоит присоединить. Исходным шагом должен стать анализ и оценка экономических выгод и издержек.

Увеличение прибыли, которое, возможно, получится в результате слияния компаний, можно увидеть в той степени, в какой оно поддается измерению. Для этого аналитики используют два прогнозных отчета о прибылях и убытках. В одном из них прогнозируемая чистая прибыль и денежные потоки показаны для каждой компании отдельно, а в другом – отражена деятельность объединенной компании со всеми воображаемыми улучшениями. Эти документы затем могут стать основой для сравнительного анализа, расчета стоимости различными методами, включая анализ текущей дисконтированной стоимости, а также для выявления расчетной величины синергического эффекта за каждый год – он отражен во втором из документов.

Иногда может быть полезно определить отдельно дисконтированную стоимость всех выгод от дополнительных денежных потоков, вызванных синергическим эффектом, которые содержатся в комбинированном прогнозном документе-отчете. Потом такую текущую стоимость можно использовать как грубый ориентир при проведении переговоров по сделке, так как стоимость этих дополнительных выгод, возможно, придется учесть при установлении надбавки, которую заплатит покупатель.

Таким образом, информационный эффект от слияния в сочетании с прямым видом синергии, повышает рыночную стоимость акций или изменяет мультипликатор P/E.

Чем больше значение мультипликатора P/E поглощающей компании по сравнению с аналогичным показателем поглощаемой и различие в объемах получаемой прибыли, тем значительнее увеличение мультипликатора P/E поглощающей компании в результате слияния.

Помимо этого, если ориентироваться на краткосрочную перспективу, то многие сделки по слиянию приводят к «разводнению» прибыли на акцию и могут быть признаны неэффективными. Подобное разводнение может быть компенсировано, если различие в темпах роста прибыли двух компаний значительное, а цена, выплачиваемая с учетом большего значения мультипликатора P/E, рассматривается как инвестиции, рассчитанные на несколько лет.

Экономические выгоды предполагаемого слияния возникнут только при условии, что рыночная стоимость компании, созданной в результате слияния, выше, чем сумма стоимостей образующих ее фирм до их объединения.

Допустим, что образовавшаяся после поглощения компания имеет рыночную стоимость  $PV_{ab}$ , а стоимости компаний А и Б до их объединения равны  $PV_a$  и  $PV_b$  соответственно, тогда выгоду от слияния  $W_{ab}$  получим из выражения:

$$W_{ab} = PV_{ab} - (PV_a + PV_b). \quad (26)$$

Слияние экономически оправдано, если эта разность положительна.

*Оценка издержек предполагаемого слияния*

Слияние может осуществляться следующими методами:

- на основе немедленной оплаты;
- на основе обмена акциями.

*В случае немедленной оплаты:* компания А покупает компанию Б с немедленной оплатой. Издержки  $Z_{ab}$  приобретения компанией А компании Б можно определить как разность между уплаченными компанией А за нее денежными средствами  $S_{ab}$  и стоимостью компании Б как отдельной хозяйственной единицы  $PV_b$ :

$$Z_{ab} = S_{ab} - PV_b. \quad (27)$$

Разность между выгодами и издержками, это чистая приведенная стоимость  $NPV_{ab}$  для владельцев компании А, возникающая от поглощения компании Б.

$$NPV_{ab} = W_{ab} - Z_{ab} = PV_{ab} - (PV_a + PV_b) - S_{ab} - PV_b \quad (28)$$

Следовательно, если чистая приведенная стоимость имеет положительное значение  $NPV_{a\bar{b}} > 0$ , то поглощение целесообразно проводить.

Подобный критерий целесообразности слияния учитывает два важных момента. Прежде всего, при оценке преимущества слияния или поглощения внимание сконцентрировано на потенциально возможных выгодах. И второе, анализ издержек поглощения помогает понять способ распределения этих выгод между участвующими компаниями, что в свою очередь помогает оценивать возможную реакцию инвесторов. Поэтому начинать оценку необходимо с информации о рыночной стоимости  $PV_{\bar{b}}$  отдельной компании Б и только потом учитывать изменения в потоке денежных средств, которые будут обусловлены слиянием, представляется более эффективным.

Издержки, возникшие в процессе слияния, представляют собой премию (или надбавку), которую покупатель платит за компанию сверх ее стоимости как отдельной экономической единицы. Проблема определения издержек в случае слияния с оплатой в денежной форме решается просто. Однако надо иметь в виду, что если инвестор предвидит намерение компании А приобрести компанию Б, то рыночная стоимость акций компании Б не может служить адекватной мерой ее стоимости как независимой хозяйственной единицы. Поэтому, учитывая это обстоятельство, удобнее несколько изменить вышеуказанную формулу определения издержек слияния:

$$Z_{a\bar{b}}^n = (S_{a\bar{b}} - PV_{\bar{b}}) - (PV_{\bar{b}} - PV_{\bar{b}}^n) = Z_{a\bar{b}} + PV_{\bar{b}}^n - PV_{\bar{b}}, \quad (29)$$

где  $Z_{a\bar{b}}^n$  – приведенные издержки слияния компаний А и Б;

$S_{a\bar{b}}$  – денежные средства, выплаченные компанией А за приобретение компании Б;

$PV_{\bar{b}}$  – рыночная стоимость компании Б;

$PV_{\bar{b}}^n$  – приведенная стоимость компании Б, то есть рыночная стоимость компании Б после ее слияния с компанией А;

$Z_{a\bar{b}}$  – издержки слияния компаний А и Б (премия к рыночной стоимости компании Б).

Приведенные выше формулы снова свидетельствуют о разнице между стоимостью рыночной и внутренней.

### Контрольные вопросы

1. Перечислите основные этапы процесса создания стоимости компании при реструктуризации.
2. Что такое «стоимостной разрыв»?

3. Назовите основные факторы, увеличивающие стоимость компании в процессе слияния и поглощения.
4. Каким образом оцениваются экономические выгоды предполагаемого слияния?
5. Назовите основные теории слияний и присоединений, в чем заключается каждая из них?
6. Назовите основные факторы, увеличивающие стоимость компании в процессе слияния и поглощения.
7. Каким образом оцениваются экономические выгоды предполагаемого слияния?

#### **4.4. Выкупы с долговым финансированием: содержание и оценка эффективности**

Выкупы долговым финансированием (LBO—leveraged buyout) – техника финансирования, при помощи которой открытая корпорация (public corporation) преобразуется в закрытую корпорацию (private corporation). Группа внешних или внутренних (менеджеры) инвесторов выкупает все находящиеся в обращении акции корпорации, причем выкуп на 80–90% финансируется за счет эмиссии долговых обязательств (чаще всего мусорные/высокодоходные облигации). По прошествии 3–6 лет акции возвращаются на открытый рынок, хотя известны случаи сохранения закрытой формы.

У выкупа долговым финансированием есть свои жесткие правила как по поводу метода финансирования, так и корпорации-покупателя. Основные признаки сделки:

- корпорация-покупатель является абсолютно новой компанией, компанией без какой-либо предыдущей операционной деятельности, создаваемой специально для проведения выкупа долговым финансированием;
- высокая леведжированность сделки – выкуп проводится на 90% за счет долгового финансирования.

При осуществлении сделок LBO в роли компании продавца может выступать как отдельная компания, так и группа внешних институциональных инвесторов (без создания новой компании), которая финансирует выкуп, и в дальнейшем полностью или частично контролирует деятельность выкупленной компании. Если при выкупе долговым финансированием в группу институциональных инвесторов входят менеджеры выкупаемой корпорации, то такой выкуп называют *управленческим выкупом долговым финансированием* [MBO – management buyout].

Для целей выкупа инвестиционный банк образывает новую компанию, от лица которой и будет проводиться выкуп. Для первоначального

этапа финансирования сделки (создания компании и ее капитала) инвестиционный банк занимает средства от институциональных инвесторов под проведение выкупа, все эти средства поступают в специально создаваемый фонд. Подобный фонд часто называют *акционерным фондом LBO* [LBO equity fund], а его средства являются своеобразным уставным капиталом вновь созданной компании (как правило, объем подобного фонда редко превышает сумму 1/10 общей стоимости выкупа). Эти средства в дальнейшем частично пойдут на оплату выкупа, а частично на изыскание источников финансирования оставшихся 9/10 стоимости проведения выкупа акций на открытом рынке.

Выкупаемая корпорация может представлять собой как отдельную компанию, так и дочернюю компанию, принадлежащую более крупной корпорации. Если выкупаемая компания является подразделением, филиалом или дочерней компанией, то в этом случае сделка называется *дивизионным выкупом* [divisional buyout]. В дивизионном выкупе продающая корпорация-учредитель иногда предпочтет оставить за собой определенное количество акций/облигаций своего выкупаемого подразделения. Подобное решение может быть продиктовано как желанием корпорации-учредителя содействовать скорейшему завершению выкупа, так и заинтересованностью компании в сохранении определенного контроля над продаваемой дочерней компанией.

Чаще всего инвестиционный банк, иницирующий и проводящий выкуп, приглашает к участию в сделке менеджмент покупаемой компании. Ему предлагается приобрести крупный пакет ее акций. Таким образом, на практике большинство выкупов долговым финансированием являются управленческими выкупами долговым финансированием.

Выкуп долговым финансированием чаще всего носит дружественный характер и осуществляется на переговорной основе, хотя бывают и исключения. Выкуп долговым финансированием может быть применен корпорацией-целью в качестве защиты от жесткого поглощения или потенциальной угрозы его проведения. В подобных случаях уже не инвестиционный банк, а менеджмент выкупаемой корпорации является инициатором проведения выкупа долговым финансированием, а первый лишь приглашается к финансированию его проведения.

Часть средств для выкупа компании практически всегда представляет собой банковские ссуды, предоставленные инвестиционным банком, оставшаяся – может привлекаться при помощи частного размещения долговых обязательств среди институциональных инвесторов (достаточно часто ими становятся страховые компании) или может быть получена при помощи проведения эмиссии мусорных облигаций и последующего размещения на открытом фондовом рынке.



Таким образом, можно считать выкуп долговым финансированием как финансовую технику поглощения. При этом только определенные компании могут быть кандидатами на выкуп долговым финансированием. Каждая инвестиционная компания или инвестиционный банк, специализирующиеся на проведении выкупов долговым финансированием, устанавливают свои критерии для отбора подобных компаний.

Необходимые характеристики кандидатов на выкуп следующие:

Финансовые характеристики:

- история компании должна демонстрировать длительные периоды хорошей прибыли и способность поддерживать ее стабильный уровень;
- потоки денежных средств от операций должны обладать стабильностью, достаточной для их прогнозирования;
- компания-кандидат должна иметь на своем балансе высоколиквидные активы.

Деловые характеристики:

- высококвалифицированная команда менеджеров;
- сильные маркетинговые позиции на рынке;
- преимущества по издержкам в своей отрасли;
- высокая рентабельность.

Средний коэффициент долговой нагрузки (все долгосрочные обязательства корпорации в процентах от ее общего капитала) для открытых корпораций составляет 20–25%. После проведения выкупа этот коэффициент в среднем возрастает до 85%. Подобное изменение сокращает наличие акционерного капитала в общей структуре капитала до минимума. Вновь созданная структура капитала позволяет LBO-партнерству и дивизионным менеджерам (если проводилось несколько дивизионных выкупов долговым финансированием) или общему менеджменту (если корпорация была выкуплена одновременно) получить контроль над бизнесом без проведения огромных инвестиций в ее обыкновенные акции, которые они были бы неспособны провести, если бы корпорация осталась открытой.

Большинство фондов выкупа (множественное число, если проводится несколько дивизионных выкупов, и единственное – если один общий) создаются в виде общества с ограниченной ответственностью, в котором члены LBO-партнерства определяются как общие партнеры.

В отличие от источников создания стоимости, присутствующих в классическом слиянии (удаление неэффективного менеджмента, получение операционных и финансовых синергий в выкупе долговым финансированием) подобные источники отсутствуют, так как чаще всего эти выкупы проходят при участии менеджмента выкупаемой корпорации и

фирма-покупатель является вновь созданной компанией без какой-либо предыдущей производственной истории.

Традиционно все источники создания стоимости выкупами долговым финансированием подразделяются на три блока:

- создание налоговых щитов;
- усиление мотивации менеджеров по повышению качества управления компанией;
- снижение агентских издержек свободных потоков денежных средств.

Традиционный метод оценки компании-мишени – метод скорректированной приведенной стоимости – APV (Adjusted Present Value method).

Стоимость компании с заемными средствами рассчитывается следующим образом:

$$W_L = W_{assets} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFO_n}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^t} + \sum_{i=1}^n \frac{Kd + Dt + tr}{(1+r_d)^t} + \frac{TV(G)_n}{(1+r_d)^t}, \quad (30)$$

где  $FCFO_n$  – средняя величина денежного потока от операционной деятельности,

$r$  – уровень ожидаемых дивидендов (стоимость денег во времени),

$r_d$  – стоимость долга (проценты),

$tr$  – корпоративная налоговая ставка,

$Dt$  – сумма долга,

$$TV – \text{полная стоимость, } TV = \frac{FCFO_n}{r-g}, \quad TV(G)_n = \frac{FCFO_n}{r_d-g}, \quad (31)$$

где  $r$  – уровень ожидаемых дивидендов,

$g$  – темп прироста.

Таким образом, метод скорректированной приведенной стоимости имеет два важных преимущества:

1. Он предоставляет нам не агрегированную информацию о факторах, которые влияют на стоимость компании.

2. Позволяет провести детальный анализ стоимости, возникающей при изменении структуры капитала (изменения соотношения собственных и заемных средств).

### Контрольные вопросы

1. Каково экономическое содержания выкупа долговым финансированием?
2. Назовите основные признаки LBO.
3. Приведите пример источников создания стоимости в выкупах долговым финансированием.

4. Назовите основные характеристики компаний – потенциальных претендентов на выкуп.

## **БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК**

### **Нормативные акты**

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (части первая, вторая и третья) (с изм. и доп.).
2. Налоговый кодекс Российской Федерации – часть первая от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ и часть вторая от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ (с изм. и доп.).
3. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (с изм. и доп.).
4. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изм. и доп.).
5. Приказ Минэкономразвития России «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» от 20 июля 2007 года № 256.
6. Приказ Минэкономразвития России «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)» от 20 июля 2007 года № 255.
7. Приказ Минэкономразвития России Об утверждении федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)» от 20 июля 2007 года № 254.
8. Приказ Минфина РФ и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 29 января 2003 г. № 10н, 03-6/пз «Об утверждении Порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».
9. Федеральный закон Российской Федерации от 26 июля 2006 г. № 135-ФЗ О защите конкуренции (с изм. и доп.).
10. Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (утв. постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 18 июня 2003 г. № 03-30/пс).

### **Учебники и монографии**

1. Браун Марк Г. Сбалансированная система показателей: на маршруте внедрения / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 226 с.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1120 с.
3. Бригхем Ю. Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: в 2-х т. / Пер. с англ.; Под. ред. В.В. Ковалева. – СПб.: Экономическая школа, 1997. Т. 1. – 497 с.
4. Богатая И.Н. Стратегический учет собственности предприятия. – Ростов н/Д.: Феникс, 2001. – 320 с.
5. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инновации. – М.: Филинь, 2006.
6. Волков А.С., Марченко А.А., Куликов М.М. Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности. – М.: Вершина, 2007.
7. Гулькин П.Г. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO). – СПб.: Аналитический центр «Альпари СПб», 2002.
8. Гохан, Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 741 с.
9. Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
10. Егерев. И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учеб. пособие. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
11. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса – СПб.: Питер, 2001.
12. Игнатишин Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. – СПб.: Питер, 2005. – 208 с.
13. Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. – М.: Ось-89, 2005. – 224 с.
14. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.
15. Крушвиц Л. Финансирование и инвестирование. – СПб.: Питер, 2000.
16. Междисциплинарные вопросы оценки стоимости / Под ред. Рутгайзера В.М. – М.: ЗАО «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2000.
17. Мерсер З., Хармс Т. Интегрированная теория оценки бизнеса / Под науч. ред. В.М. Рутгайзера / Пер. с англ. – М.: Маросейка, 2008. – 288 с.
18. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ; Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – 272 с.
19. Оценка бизнеса / Под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. – М.: «Финансы и статистика», 2000.
20. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Под ред. Абдулаева Н.А., Колайко Н.А. – М.: Изд-во «ЭКМОС», 1999.

21. Пратт Ш. Оценка бизнеса. – М.: Институт экономического анализа Всемирного банка, 1996.
22. Пособие по оценке бизнеса / Томас Л. Уест, Джеффри Д. Джонс; Пер. с англ. – М.: ЗАО «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2003. – 746 с.
23. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
24. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. – М.: Дело, 2004. – 272 с.
25. Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 192 с.
26. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов. – М.: ГУ ВШЭ, 2000.
27. Теплова Т.В. Ситуационный финансовый анализ: схемы, задачи, кейсы (Текст): Учеб. пособие для вузов / Т.В. Теплова, Т.И. Григорьева. – М.: Изд.дом ГУ ВШЭ, 2006. – 605 с.
28. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. – М.: Дело, 2000. – 360 с.
29. Федотова М.А., Уткин Э.А. Оценка недвижимости и бизнеса. – М.: ЭКМОС, 2000.
30. Фабозци Ф. Управление инвестициями / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.
31. Фишмен Дж., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. – М.: ЗАО «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2000.
32. Хитчнер Джеймс Р. Стоимость капитала / Под науч. ред. В.М. Рутгайзера. – М.: Маросейка, 2008. – 176 с.
33. Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1997. – 1024 с.
34. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 190 с.
35. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.
36. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / Под ред. А.А. Лобанова и А.В. Чугунова. – М.: Альпина Паблишер, 2003.

## ГЛОССАРИЙ

**Абсолютный контроль** – величина пакета акций, превышающая по удельному весу более 75 % от уставного капитала (УК).

**Аналог объекта оценки** – сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам объекту оценки другой объект, цена которого известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях.

**Блокирующий пакет акций** – доля акций, позволяющая их владельцам накладывать вето на решения совета директоров акционерного общества. Обычно блокирующий пакет составляет более четверти акций.

**Бухгалтерская балансовая стоимость** одной акции показывает стоимость чистых активов предприятия, которые приходятся на одну обычную акцию в соответствии с данными бухгалтерского учета и отчетности.

**Внутренняя информация в оценке** – информация, характеризующая эффективность деятельности оцениваемого предприятия.

**Внутренняя ставка дохода** – процентная ставка, при которой дисконтированные доходы от инвестиций уравниваются с инвестиционными затратами.

**Восстановительная стоимость** – затраты в текущих ценах на строительство точной копии оцениваемого объекта.

**Временная оценка денежных потоков** – приведение к сопоставимому виду денежных сумм, возникающих в разные периоды времени.

**Гудвилл** – неосязаемый актив, возникающий благодаря названию, репутации, наличию постоянной клиентуры, местоположению, продуктам и аналогичным факторам, которые нельзя выделить и/или оценить по отдельности, но которые создают экономические выгоды.

**Дата оценки** – календарная дата, по состоянию на которую определяется стоимость объекта оценки.

**Действительный доход** – денежные поступления от актива за вычетом потерь от недоиспользования и невнесенной арендной платы.

**Денежный поток** – сумма чистого дохода, амортизационных отчислений и прочих периодических поступлений или выплат, увеличивающих или уменьшающих денежные средства предприятия.

**Дисконтирование (текущая стоимость денежной единицы)** – одна из шести функций сложного процента, позволяющих привести ожидаемые будущие денежные потоки, поступления и платежи к их текущей стоимости, т. е. в сопоставимый вид на сегодняшний день, при заданных периоде и процентной ставке.

**Дисконтная ставка** – ставка отдачи (доходности), используемая для конвертации денежной суммы, подлежащей выплате или получению в будущем, в нынешнюю стоимость.

**Доход на собственный капитал** – внутренняя ставка дохода на первоначальный собственный капитал, определяемая поступлениями денежных средств и выручкой от перепродажи.

**Доходный подход** – способ оценки приносящей доход недвижимости (бизнеса), машин и оборудования, основанный на капитализации или дисконтировании денежного потока, который ожидается в будущем от этой недвижимости.

**Затраты на замещение объекта новым** – выраженные в текущих ценах затраты на создание аналогичного объекта с наиболее близкой к оцениваемому объекту эквивалентной полезностью.

**Затратный метод** – метод, базирующийся на восстановительной стоимости или стоимости замещения объекта той же полезности за вычетом всех видов износа.

**Износ (в оценке)** – любая потеря полезности, которая приводит к тому, что рыночная стоимость актива становится меньше стоимости производства. Износ учитывается посредством периодического списания стоимости актива.

**Инвестиционная стоимость** – стоимость объекта для конкретного инвестора, учитывающая индивидуальные требования к инвестициям.

**Интеллектуальная собственность** – право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуального юридического лица, продукции или услуг (фирменное наименование, товарный знак и др.).

**Инфляционная корректировка** – приведение ретроспективной информации, используемой в оценке, к сопоставимому виду, а также учет инфляционного роста цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконтирования.

**Инфляционный риск** – риск, обусловленный непрогнозируемым ростом цен.

**Капитализация** – процесс пересчета доходов, полученных от объекта, позволяющий определить его стоимость.

**Коэффициент капитализации** – коэффициент, используемый для конвертации дохода в стоимость.

**Контрольный пакет акций** – часть акций предприятия, сосредоточенная в руках одного акционера. Он должен включать 50% акций плюс одна акция, дающих право голоса.

**Корректировки (поправки)** – прибавляемые или вычитаемые суммы, учитывающие различия между оцениваемым и сопоставимым объектами.

**Коэффициент бета (b)** – величина систематического риска при расчете ставки дисконтирования, основанном на колебаниях курса акций оцениваемой компании относительно колебаний цен на фондовом рынке в целом.

**Кредитный риск** – вероятность того, что заемщик не выполнит своих обязательств перед кредитором в соответствии с первоначальными условиями кредитного соглашения.

**Ликвидационная стоимость** – денежная сумма в виде разницы между доходами от ликвидации предприятия, полученными в результате раздельной распродажи его активов, и расходами на ликвидацию.

**Мажоритарная доля** – участие в собственности, обеспечивающее более 50% «голосующих» акций в бизнесе.

**Метод дисконтированных денежных потоков** – способ расчета текущей стоимости будущего потока доходов в прогнозный период и выручки от перепродажи объекта в постпрогнозный период.

**Метод избыточных прибылей** – способ определения стоимости нематериальных активов, не отраженных в балансе, но обеспечивающих доход на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня.

**Метод капитализации** – способ определения рыночной стоимости предприятия (бизнеса) путем деления величины годового дохода на соответствующую этому доходу величину ставки капитализации.

**Метод компании-аналога (рынка капитала)** – способ оценки стоимости предприятия на основе информации о ценах сходных компаний, акции которых свободно обращаются на рынке.

**Метод кумулятивного построения** – способ расчета ставки капитализации или дисконтирования, при котором к безрисковой процентной ставке прибавляются поправки (премии), учитывающие риск инвестирования в оцениваемое предприятие.

**Метод отраслевых коэффициентов** – способ использования коэффициентов отношения цены к определенным экономическим показателям, рассчитанным на основе данных о продажах предприятий малого бизнеса, учитывающих их отраслевую специфику.

**Метод прямого сравнительного анализа продаж** – способ оценки стоимости путем сравнения недавних продаж сопоставимых объектов с оцениваемым объектом после внесения корректировок, учитывающих различия между объектами.

**Метод сделок** – способ оценки стоимости акционерных обществ на основе информации о ценах, по которым происходили покупка контрольного пакета акций или компании в целом, слияние и поглощение компаний.

**Миноритарная доля** – участие в собственности, обеспечивающее менее 50% «голосующих» акций в бизнесе.

**Модель Гордона** – формула оценки стоимости объекта в послепрогнозный период, построенная на капитализации годового дохода послепрогнозного периода при помощи коэффициента, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста доходов.



**Модель оценки капитальных активов** – формула расчета ставки дисконтирования на основе показателей фондового рынка: безрисковой ставки дохода, коэффициента бета ( $\beta$ ), среднерыночной доходности ценных бумаг, премии для малых предприятий, премий за риск инвестирования в данное предприятие и за страновой риск.

**Мультипликатор** – коэффициент, отражающий соотношение между ценой компании и ее финансовыми показателями. В оценочной деятельности используются два типа мультипликаторов: интервальные – цена/прибыль, цена/денежный поток, цена/дивиденды, цена/выручка от реализации; моментные – цена/чистые активы и др.

**Налогооблагаемая стоимость** – стоимость, рассчитанная на основе нормативных документов по налогообложению собственности.

**Недвижимость** – земля и все, что постоянно закреплено на ней (здания, многолетние насаждения, леса, сооружения и др.). Основные свойства недвижимости – это неподвижность и нематериальность.

**Нематериальные активы** – объекты, используемые для получения дохода в течение длительного периода (не менее года) либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не играет существенной роли в процессе их эксплуатации. В составе нематериальных активов различают интеллектуальную собственность, имущественные права, отложенные или отсроченные расходы, гудвилл.

**Норма возмещения капитала** – процентная ставка, по которой капитал, инвестированный в актив, подверженный износу, возмещается из дохода, получаемого от использования этого актива.

**Нормализация** – определение доходов и расходов, характерных для нормально функционирующего бизнеса; исключает единовременные доходы и расходы, корректирует методы учета операций с отражением отраслевой специфики, определяет рыночную стоимость активов.

**Объект оценки** – движимое и недвижимое имущество, нематериальные и финансовые активы предприятия или бизнес в целом.

**Оценка** – определение рыночной или иной стоимости объекта оценки с целью эффективного управления и распоряжения им.

**Обязательная оценка** – проведение оценки стоимости объектов, относящихся к государственной и муниципальной собственности, случаях их приватизации, передачи в доверительное управление либо передачи в аренду или в качестве предмета залога, переуступке долговых обязательств, продажи или иного отчуждения. Обязательная оценка проводится также при внесении вклада в уставные капиталы, фонды юридических лиц, а также при возникновении спора о стоимости объекта оценки.

**Объект оценки** – согласно ст. 5 Закона № 135-ФЗ к объектам оценки относятся: отдельные материальные объекты (вещи); совокупность вещей,

составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия); право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества; права требования, обязательства (долги); работы, услуги, информация; иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

**Отчет об оценке** – документ, предъявляемый экспертом-оценщиком заказчику, в котором обосновывается проведенная оценка стоимости заказанного объекта.

**Подход на основе активов** – подход к расчету стоимости бизнеса и/или пакета акций с использованием методов, основанных на рыночной стоимости активов бизнеса за вычетом его обязательств.

**Политический риск** – изменение стоимости или угроза национализации или конфискации активов, вызванные политическими событиями.

**Предмет оценки** – вид стоимости объекта, а также имущественные и прочие права, связанные с его оценкой.

**Премия за контроль** – дополнительная стоимость, присущая контрольному пакету в отличие от неконтрольного пакета, которая отражает возможность контроля.

**Принцип замещения** – согласно этому принципу максимальная стоимость актива определяется самой низкой ценой или затратами на строительство (приобретение) другого актива эквивалентной полезности.

**Принцип ожидания** – согласно этому принципу рыночная стоимость определяется как текущая стоимость будущих доходов и других выгод, вытекающих из прав владения данным активом.

**Принцип спроса и предложения** – согласно этому принципу рыночная стоимость актива устанавливается в результате взаимодействия спроса и предложения на соответствующем сегменте рынка.

**Прогнозный период** – период прогнозирования доходов от деятельности предприятия (обычно до пяти лет), за которым следует послепрогнозный период.

**Процентный риск** – возможность потери банком части своей прибыли вследствие негативного, непредвиденного изменения процентных ставок на денежном рынке.

**Рассеянность пакетов акций** – общее представление по удельным весам в Уставном капитале всех пакетов акций (долей).

**Расходы на замещение** – расходы на периодическую замену быстроизнашивающихся компонентов объектов недвижимости.

**Риск** – вероятность недополучения ожидаемых доходов или появления непредвиденных расходов.

**Роялти** – периодическая выплата лицензионного вознаграждения: в виде отчислений от стоимости произведенной по лицензии продукции; в форме процента от объема продажи, начисленного от суммы прибыли.

**Рыночная стоимость объекта оценки** – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

**Рыночная цена** – денежная сумма, фактически выплаченная в сделке.

**Рыночный подход** – общий путь расчета показателя стоимости бизнеса, доли в бизнесе или ценной бумаги с использованием одного или нескольких методов сравнения оцениваемого бизнеса с проданными аналогичными бизнесами, долями в бизнесе или ценными бумагами.

**Скидка на недостаточность контроля** – сумма или процент, вычитаемые из пропорциональной доли от стоимости 100-процентного пакета в бизнесе с целью отразить отсутствие некоторых или всех возможностей контроля.

**Скидка за низкую ликвидность** – абсолютная величина или доля (в %), на которую уменьшается рыночная стоимость объекта, чтобы отразить его недостаточную ликвидность.

**Скорректированная бухгалтерская стоимость** – бухгалтерская стоимость, получаемая в результате добавления, исключения или изменения одного или нескольких активов или обязательств в отчетных бухгалтерских суммах.

**Сравнительный подход** – оценка стоимости предприятия путем сравнения цен на сходные предприятия или цен на акции сопоставимых компаний. При оценке используются финансовый анализ и мультипликаторы. Подход включает три метода: метод компании-аналога (рынок капитала), метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

**Ставка (коэффициент) капитализации** – процентная ставка, используемая для пересчета доходов в рыночную стоимость объекта.

**Ставка дисконтирования** – процентная ставка, используемая для приведения ожидаемых будущих доходов (расходов) к текущей стоимости.

**Ставка дохода на инвестиции** – процентное соотношение между чистым доходом и вложенными средствами.

**Стоимость воспроизводства** – затраты в текущих ценах на создание точной копии оцениваемого актива.

**Стоимость действующего предприятия** – стоимость бизнеса или доли в этом бизнесе как действующего предприятия. Неосязаемые элементы стоимости в бизнесе, обусловленные такими факторами, как наличие подготовленных кадров, исправно работающего оборудования, необходимых лицензий, систем и процедур.

**Стоимость замещения** – затраты в текущих ценах на создание объекта, аналогичного по функциям оцениваемому, но построенного с применением современных материалов, технологий и стандартов.

**Фундаментальная стоимость** – аналитическая оценка стоимости объекта, основанная на предполагаемых внутренних характеристиках инвестиций, не затронутая особенностями, относящимися к любому конкретному инвестору.

**Чистые активы** – суммарные активы минус суммарные обязательства.

**Чистый доход** – поступления минус расходы, в том числе расходы по уплате налогов.

**Чистый денежный поток** – сумма денежных средств, которая остается после того, как удовлетворены все потребности бизнеса в денежных средствах в данном операционном периоде. Чистый денежный поток, как правило, рассматривается как денежные средства, которые можно направить на пополнение собственного или инвестируемого капитала.

**Чистый денежный поток для собственного капитала**, как правило, описывается следующим уравнением – чистый доход после уплаты налогов плюс амортизация и другие неденежные расходы минус капитальные затраты, минус приросты оборотного капитала плюс приросты долга с выплатой процентов за вычетом сумм выплат в погашение долга.

**Чистый денежный поток для инвестированного капитала**, как правило, описывается следующим уравнением – прибыли до уплаты процентов и налогов минус налоги на прибыль, плюс амортизация и другие неденежные расходы, минус капитальные затраты, минус приросты оборотного капитала.

**Экономический срок службы** – период, в течение которого имущество можно прибыльно использовать.

## СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ .....	3
Глава 1. СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА И СТОИМОСТНОЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ.....	5
1.1. Понятие стоимости бизнеса. Виды стоимости .....	5
1.2. Современные теоретические концепции управления стоимостью.....	10
1.3. Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса.....	14
1.4. Основные показатели эффективности управления стоимостью .....	18
1.5. Организация процесса управления стоимостью .....	27
Глава 2. ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА.....	35
2.1. Принципы оценки активов (бизнеса).....	35
2.2. Подготовка информации для проведения оценки.....	38
2.3. Общая характеристика подходов к оценке стоимости бизнеса .....	43
2.4. Доходный подход .....	45
2.4.1. Метод прямой капитализации.....	45
2.4.2. Ставка дохода на капитал (ставка дисконта).....	49
2.4.3. Метод дисконтированных будущих доходов .....	54
2.5. Рыночный (сравнительный подход).....	59
2.5.1. Методы сравнительного (рыночного подхода) .....	61
2.5.2. Формирование итоговой величины стоимости .....	65
2.6. Затратный (имущественный) подход.....	73
Глава 3. СОВРЕМЕННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ СТОИМОСТНОГО УПРАВЛЕНИЯ.....	77
3.1. Моделирование стоимости бизнеса .....	77
3.2. Интегральная система управления стоимостью на основе сбалансированных карт показателей.....	81
Глава 4. ВЛИЯНИЕ СТРАТЕГИЧЕСКИХ АЛЬТЕРНАТИВ РАЗВИТИЯ НА СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА .....	89
4.1. Стратегия и жизненный цикл компании.....	89
4.2. Публичное размещение акций (IPO) как инструмент повышения капитализации бизнеса .....	93
4.3. Оценка и стратегии управления стоимостью компании в процессе реорганизации .....	96
4.3.1. Способы реорганизации юридических лиц.....	96
4.3.2. Финансовая эффективность при слияниях и поглощениях.....	102
4.4. Выкупы с долговым финансированием: содержание и оценка эффективности .....	110
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК.....	114
ГЛОССАРИЙ.....	118

