

Оценка эффективности управления стоимостью компании

Концепция «стоимость капитала» – одна из базовых концепций теории капитала. Сущность этой концепции состоит в том, что капитал как фактор производства и инвестиционный ресурс в любой своей форме имеет определенную стоимость, уровень которой должен учитываться в процессе вовлечения капитала в операционный процесс. Концепция стоимости капитала не сводится только к исчислению относительной величины денежных выплат, которые нужно перечислить владельцам, предоставившим финансовые ресурсы, но также характеризует тот уровень рентабельности (доходности) инвестированного капитала, который должна обеспечить организация, чтобы не уменьшить свою рыночную стоимость.

В течение нескольких последних десятилетий не утихали дискуссии о том, какие стратегические приоритеты должны ставить перед собой корпоративные топ-менеджеры и какие универсальные индикаторы эффективности управленческих действий могут использовать акционеры. Наибольшую популярность получила концепция, согласно которой именно повышение стоимости компании для акционеров должно стать первоочередной задачей для её руководителей, и именно стоимость компании и её позитивная динамика являются основными критериями для оценки решений менеджмента. Согласно этой концепции, повышение стоимости компании является приоритетным в ряду прочих факторов экономического благополучия, таких как занятость, социальная ответственность бизнеса, забота об экологии и т. п. Такой подход является вполне оправданным в условиях широкой распространённости акций среди населения, поскольку, по-сути, в данном случае идёт речь об увеличении благосостояния значительной части общества. В западной литературе обычно называются четыре основных фактора, способствовавшие повышению значимости концепции стоимости компании:

1. Формирование в 80-х годах XX столетия активного рынка корпоративного контроля.
2. Рост популярности различных форм вознаграждения топ-менеджмента, привязанных к акциям компании.
3. Увеличение доли акций в составе акти-

вов, принадлежащих домохозяйствам.

4. Снижение эффективности сложившихся в континентальной Европе и Японии пенсионных систем, работающих по принципу обеспечения жизни пенсионеров за счёт трудоспособного населения.

Роль последнего фактора растёт в свете современных демографических проблем экономически развитых стран: сокращения численности и старения населения. Увеличение накопительной части пенсии, формируемой за счёт трудового заработка каждого человека, могло бы значительно снизить остроту проблемы. Однако в этом случае возникает вопрос о рациональном инвестировании накопительных фондов. Нормально функционирующий и растущий фондовый рынок, обеспечивающий хорошую доходность на вложенный капитал, мог бы способствовать снижению нагрузки на экономически - активное населения. А это, в свою очередь, серьёзно повышает значимость концепции управления стоимостью компании, поскольку речь в данном случае идёт о решении ключевых проблем общества в целом [1].

Во избежание терминологической путаницы необходимо сразу оговориться: понятие стоимости компании не является идентичным понятию её цены. Цена товара является термином, обозначающим требуемую, предлагаемую или фактически уплаченную сумму за некоторый продукт или услугу; т.е. цена товара, независимо от того, была ли она оглашена или нет, является историческим фактом. На величину цены могут оказывать влияние чисто субъективные факторы, такие, как персональные ожидания и цели конкретных инвесторов. Стоимость же представляет собой экономическую категорию, отражающую в денежном выражении ценность товара для субъектов рынка (не случайно английским эквивалентом понятия «стоимость» является термин «value» – дословно «ценность»). Экономическое понятие стоимости характеризует взгляд рынка на выгоды, получаемые собственниками того или иного товара. При этом имеются ввиду не конкретные собственники, а гипотетические; таким образом, понятие стоимости привязано к коллективному восприятию и поведению участников рынка.

Проводя идентификацию основных понятий нельзя обойти стороной определения, приведённые в различных стандартах и нормативно-правовых актах, регламентирующих профессиональную деятельность по определению стоимости. Наиболее часто используемым является понятие «рыночной стоимости», которое, в соответствии с Международными стандартами оценки (МСО), представляет собой «расчётную денежную сумму, за которую состоялся бы обмен имуществом 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 осведомлённой, расчётливо и без принуждения» [2]. Основываясь на приведённом определении можно заключить, что понятие стоимости характеризует восприятие рынком ценности того или иного актива и, следовательно, может быть принято за основу при определении цены конкретной сделки.

Ещё одна проблема, связанная с понятием стоимости компании, является следствием различного понимания исследователями его (понятия) составляющих. Так, в литературе встречаются два основных подхода:

- понятие стоимости компании объединяет стоимость собственного капитала и долгосрочных заёмных средств;
- понятие стоимости компании характеризует стоимость только собственного капитала.

Необходимость управления стоимостью ставит перед теорией и практикой финансового

менеджмента целую серию новых проблем и задач. И первоочередными в этом списке является задачи определения ключевых факторов, влияющих на стоимость компании и определения финансово-экономических показателей, наиболее точно характеризующих полезность компании для её акционеров.

В литературе можно встретить большое количество различных показателей, предлагаемых для измерения стоимости бизнеса. С одной стороны, подобное обилие индикаторов создаёт определённые проблемы для финансовых менеджеров, связанные с выбором оптимальных показателей, а с другой – ставит перед теорией задачу их классификации и формирования определённой целостной системы.

По мнению Т. Коупленда, Т. Коллера и Дж. Муррина не существует совершенных показателей стоимости компании, и, поэтому, для практических целей рекомендуется использовать систему стоимостных показателей. В общем виде предлагаемая система представлена на рисунке 1.

Итоговым показателем стоимости компании являются котировки её акций на фондовом рынке. В конечном итоге, именно от общей доходности акций зависит благосостояние их держателей. Кроме того, многие существующие системы вознаграждения топ-менеджмента компаний привязаны именно к курсовой динамике акций на фондовом рынке. В то же время, ориентация лишь на общую доходность для акционеров не позволяет реально оценить динамику стоимости компании.

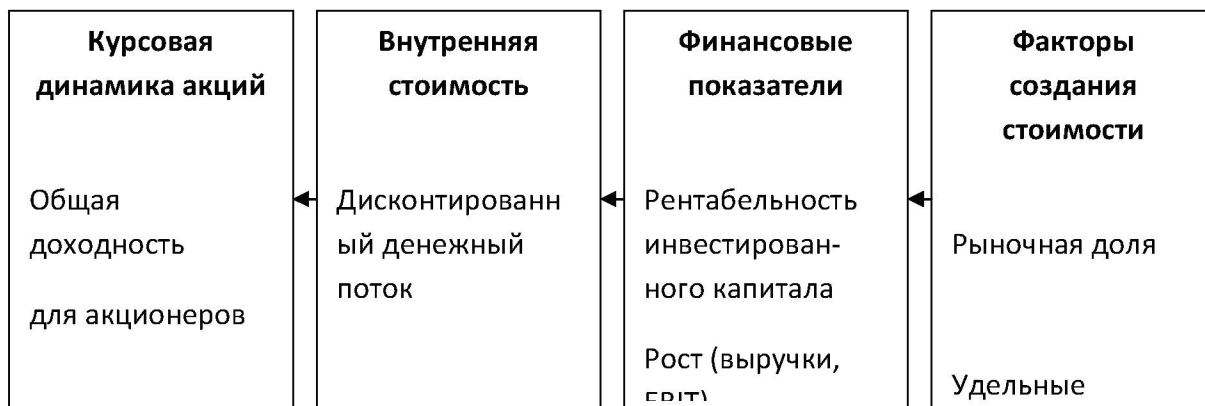


Рисунок 1. Комплексная система стоимостных показателей

Примечание – составлено на основе источника [4]

Таким образом, ориентируясь только на курсовую динамику акций на фондовом рынке можно получить неверное представление о качестве принимаемых управленческих решений.

Кроме того, подобные рассуждения показывают неэффективность традиционных схем вознаграждения менеджмента на основе опционов на акции: всеобщий «бычий тренд» на фондо-

вом рынке в период экономического подъёма может щедро наградить всех менеджеров, но в первую очередь – тех, кто этого меньше всего заслуживает [4, с.207].

В этих условиях возникает необходимость поиска показателя, на основе которого можно было бы судить об адекватности оценки рыночной стоимости компании. Традиционно, в качестве такого показателя выступает внутренняя стоимость компании. Основным преимуществом данного показателя является его ориентация на будущие доходы компании. В то же время, такая направленность является и его главным недостатком: прогнозирование никогда не бывает абсолютно точным и предполагает наличие определённых допущений, что, безусловно, отражается на результирующей величине внутренней стоимости.

В рамках рассмотрения вопроса о внутренней стоимости компании необходимо обратить внимание на вопрос о том, за счёт чего она формируется. Здесь выделяются две конкурирующие модели: модель мультипликатора прибыли (предполагающая умножение определённого коэффициента на дисконтированную величину будущего потока прибылей) и модель дисконтированного денежного потока (ДДП). Теоретические разработки однозначно отдают предпочтение модели ДДП, поскольку именно денежный поток, в конечном итоге, показывает величину денежных средств, доступную инвесторам. В свою очередь прибыль, являясь в большей степени бухгалтерским показателем, зависит от принятой в компании учётной политики, и на её величину влияют различные статьи неденежных расходов (таких как амортизация, создание различных резервов и т.д.). Очевидный, на первый взгляд, факт, тем не менее, не приводит к повсеместному признанию денежного потока как основного фактора стоимости компании. Это, во многом, обусловлено тем фактом, что в ряде отраслей (обычно – на предприятиях с небольшим количеством капитала), прибыль является достаточно точным приближением к реальному денежному потоку.

Ставка дисконтирования для бизнеса представляет собой величину затрат компании на капитал. Обычно, для целей оценки бизнеса рассчитывается ставка, характеризующая средневзвешенные затраты компании на инвестированный капитал (WACC), т.е. представляющая собой сумму величин затрат на собственный и заёмный капитал, взвешенных с учётом их соотношения (как правило – целевого) в общем объёме инвестированного капитала. Здесь ве-

личина затрат на заёмный капитал представляет собой ежегодный процент, уплачиваемый компанией по её обязательствам, уменьшенный на величину налоговой экономии («налогового щита»). Величина затрат на собственный капитал обычно определяется методом кумулятивного построения: к величине безрисковой ставки добавляются различные премии (за страновой риск, инвестирование в собственный капитал компаний той или иной отрасли, малую капитализацию, специфические риски компании).

Таким образом, анализируя способ оценки стоимости компании методом ДДП можно определить основные факторы, влияющие на её рост. Это прибыль компании до вычета процентов и налогов, величина капитальных затрат, изменение оборотного капитала, а также величина рисков, ассоциированных с инвестициями в данную компанию. Декомпозиция каждого из этих факторов и анализ их составляющих в каждом конкретном случае позволяют выявить факторы, к которым наиболее чувствительна стоимость той или иной конкретной компании.

Такой анализ, как правило, проводится на основе ретроспективной информации. Помимо определения самих факторов роста стоимости компании проводится идентификация их взаимных математических и логических связей. Проведение подобного исследования позволяет определить «точки чувствительности» стоимости, и концентрировать на них управленческие воздействия.

Результатом анализа факторов роста стоимости конкретной компании и их взаимосвязей является выявление системы факторов, которая может быть представлена в виде графика, диаграммы и т.д.

Другой моделью, также позволяющей определить основные факторы роста стоимости компании, является модель экономической прибыли (добавленной экономической стоимости – *EVA, Economic Value Added*), разработанная специалистами консалтинговой компании Stern Stewart & Co. Основная идея этой модели состоит в том, что в течение операционного периода компания добавляет стоимость лишь в том случае, если доходность на инвестированный капитал превышает затраты на его привлечение. Использование модели *EVA* позволяет сфокусировать внимание на некоторых важных факторах стоимости. Так, проведя декомпозицию данного показателя можно получить график, представленный на рисунке 2.

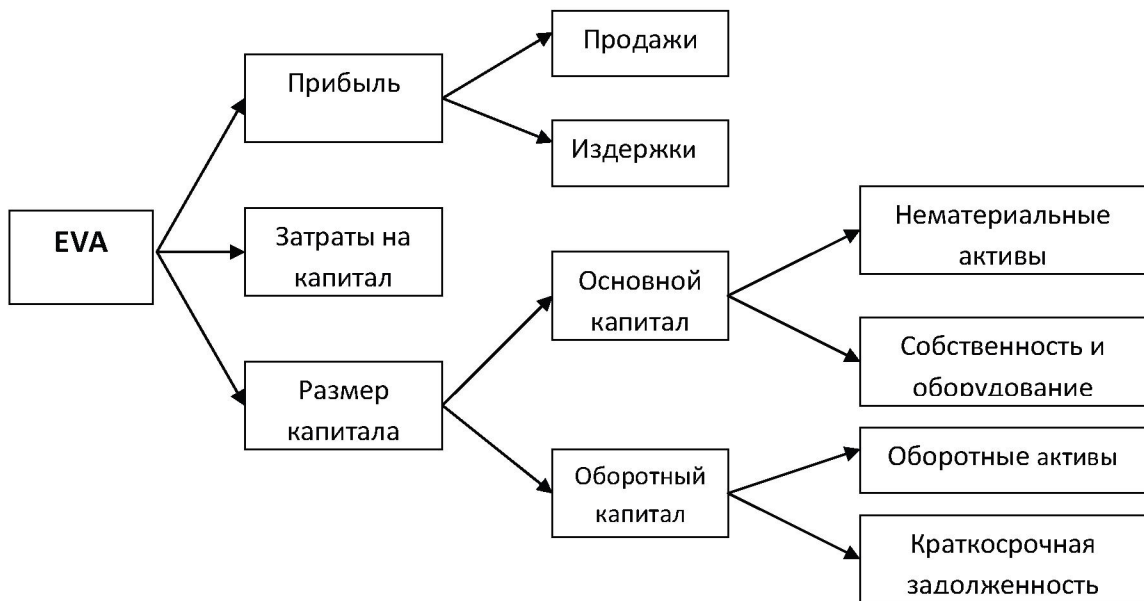


Рисунок 2. Декомпозиция показателя EVA

Примечание – составлено на основе источника [3]

Управление добавленной экономической стоимостью заключается в дальнейшем поиске факторов, позволяющих воздействовать на выявленные ключевые индикаторы деятельности компании. Так, повышение прибыльности заключается в обеспечении роста компании (при соблюдении условия сохранения уровня рентабельности выше уровня затрат на капитал), снижении себестоимости производимой продукции. Управление капиталом заключается в повышении оборачиваемости активов и снижении издержек, минимизация задействованных активов и оптимизация используемого капитала. Это требует эффективного управления дебиторской задолженностью, сотрудничества с наиболее надёжными контрагентами, перераспределения капитала между линиями бизнеса.

Подводя итоги необходимо отметить, что управление стоимостью компании носит комплексный характер и должно являться компетенцией не только топ-менеджмента. По мнению большинства современных исследователей, стоимостная идеология эффективна, когда она пронизывает все уровни организации. Разработка и применение принципов стоимостного управления в организации должно не просто строиться на основе существующей стратегии организации – напротив, сама стратегия формируется на основе таких принципов. Выявление же факторов роста стоимости и особых «зон чувствительности» для конкретной компании способствует операционализации стратегических принципов, упрощает построение оптимальной организационной структуры и налаживание бизнес-процессов [5].

Литература:

1. Григорьев В.В., Федотова М.А. Оценка предприятия, теория и практика. – М.: Инфра-М, 1997.
2. Оценка бизнеса. Под ред. Грязновой А.Г. – М.: Финансы и статистика, 1999.
3. Смирнова Н.К. Концепция экономической добавленной стоимости применительно к принятию управленческих решений и оценке бизнеса. – СПб.: Изд-во Политехнического института, 2006.
4. Коупленд Т., Колер Т., Мури Дж. Стоимость компании: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2008. – 576 с.
5. Екименко А.Н. Государственное управление. Электронный вестник. Выпуск №14. Март 2008 г.