

УДК 338.66

И. В. Косорукова, к. э. н., доцент,
зам. генерального директора по науке и развитию компании «Роскон»

ВЛИЯНИЕ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА НА ЕГО КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ

В последнее десятилетие все большее влияние на конкурентоспособность бизнеса оказывает такой фактор, как его капитализация или рост рыночной стоимости компании. Не так давно, чтобы быть лидером, требовалось производить много и качественно, иметь доступ к административным и финансовым ресурсам. Теперь одним из аргументов, влияющих на успешный исход переговоров о возможном партнерстве, стратегических альянсах, привлечения инвестиций, является ответ на вопрос: «Какая у вас капитализация?». И если сегодня не начать управлять ростом стоимости своего бизнеса, завтра может получиться так, что управлять будет нечем.

При этом особое значение приобретает качество управления стоимостью бизнеса. Именно оно зачастую является определяющей предпосылкой успеха в современной конкурентной среде.

Современная концепция управления бизнесом ориентируется на стоимостной подход в принятии решений. Концепция *Value Based Management (VBM)* (стоимостно-ориентированного менеджмента, системы мониторинга и управления стоимостью бизнеса) в качестве основных критериев принятия решений использует такие показатели, как *рыночная стоимость бизнеса, добавленная стоимость бизнеса, денежные потоки, риски, цена капитала*. Эти показатели существенно отличаются от тех, которые до сих пор широко распространены в России: рентабельности и чистой прибыли.

В Западной Европе и США управление стоимостью входит в систему *Value Based Management* — менеджмент, нацеленный на создание, управление и оценку стоимости.

В настоящее время в западных корпорациях уже не ставится под сомнение не-

обходимость управления стоимостью бизнеса. *VBM*, одна из наиболее продуктивных современных концепций управления, рассматривает увеличение стоимости бизнеса как главную цель функционирования компании.

Многие руководители компаний, инвесторы знают о создании и управлении стоимостью в публичных (открытых) компаниях, где цена акций отражает реакцию рынка на результаты бизнеса. Гораздо труднее разработать успешную стратегию и правильно измерить результаты работы, когда рыночного курса акций не существует, т. е. организация является закрытой.

Важную роль управление стоимостью играет для предприятий реального сектора экономики. Их недооцененность приводит к проблемам привлечения инвестиций, развития данных компаний и снижению конкурентоспособности на внутреннем и внешнем рынках.

В то же время ясное понимание стоимости и навыки оценки и управления, дают ориентиры для принятия верных решений в бизнесе, являются предпосылками успеха в современной конкурентной среде.

Необходимо понимать, что организации действуют и конкурируют на 4 рынках. А именно, это:

- рынок товаров и услуг;
- рынок корпоративного управления и контроля (соперничество за влияние и контроль над организациями, угрозы поглощений);
- рынок капитала (конкуренция за привлечение инвестиций и интерес инвесторов, кредиты);
- рынок рабочей силы (конкуренция за имидж компании и возможность привлечения эффективных менеджеров).

Управление стоимостью компании может помочь организациям выигрывать в каждом из этих четырех рынков. Неконкурентоспособность на одном или нескольких вышеперечисленных рынках подвергает серьезной опасности шансы на выживание компании.

Как показывает практика, увеличение стоимости для акционеров не противоречит долгосрочным интересам других заинтересованных сторон. Успешно действующие организации создают сравнительно больше стоимости для всех участников — потребителей, работников, государства и поставщиков капитала. Однако есть и другие причины — более концептуальные по своей сути, но не менее убедительные, по которым следует принять систему, ориентированную на стоимость для акционеров.

Во-первых, стоимость — лучшая из известных мер результатов деятельности. Во-вторых, держатели акций — единственные участники организации, которые, заботясь о максимальном повышении своего благосостояния, одновременно способствуют повышению благосостояния всех других. Данный

тезис на текущий момент наиболее применим, и подтверждается практикой деятельности западных корпораций, в отличие от российской практики, где различные группы акционеров зачастую преследуют различные цели, не создающие, а уменьшающие стоимость. И, наконец, компании, работающие неэффективно, неизбежно столкнутся с утечкой капитала в руки конкурентов.

Сегодня наиболее известными и популярными стали стратегии и концепции, направленные на репозиционирование миссий и целей организаций в область создания и управления стоимостью:

- сбалансированная система показателей Нортон и Каплана;
- стратегия конкурентной борьбы по Майклу Портеру;
- пентаграмма структурной перестройки (модель «Пентагон» *McKinsey*);
- Дюпон-анализ и др.

Сбалансированная система показателей Нортон и Каплана

Сбалансированная система показателей Нортон и Каплана — это стратегическая цель и система менеджмента, которая позволяет организации репозиционировать ее видение и стратегию в плоскость, состоящую из четырех следующих проекций.

1. Финансы (оценивают экономические последствия действий).
2. Клиенты (характеризует потребительскую базу и сегмент рынка, в котором позиционируется и конкурирует компания, а также показатели результатов деятельности предприятия в целевом сегменте).
3. Бизнес-процессы (сохранение клиентской базы в целевом сегменте рынка и удовлетворение ожиданий акционеров с помощью контроля и стимулирования операционного и инновационного процессов).

4. Обучение и развитие (обучение персонала, совершенствование информационных технологий и организационных процедур).

Стратегия конкурентной борьбы по Майклу Портеру

Портер предлагает стратегии, создающие жизнеспособные конкурентные преимущества, а именно:

- минимизацию издержек (лидерство по издержкам);
- дифференциацию (уникальность продукции в своей отрасли);
- концентрацию (компания-лидер в каком-либо сегменте, либо группе сегментов. Как вариант: концентрацию одновременно на стратегии минимизации издержек и дифференциации).

Для системы управления стоимостью стратегия конкурентной борьбы помогает построить относительное конкурентное преимущество вместе с *моделью создания цепочки ценностей*. В этой связи он идентифицирует пять первичных (материально-техническое обеспечение деятельности предприятия, производственные процессы, материально-техническое обеспечение сбыта, маркетинг и продажи, обслуживание) и четыре вторичных действия (закупки, развитие технологии, управление человеческими ресурсами, поддержание инфраструктуры компании), составляющих такую цепочку в любой фирме.

Применение данных моделей комплексно, рассматривается как фундаментальный способ максимизации стоимости компании.

Пентаграмма структурной перестройки (реструктуризации) бизнеса

На рис. 1 представлен наиболее распространенный и широко описанный способ управления стоимостью компании в России.

Пентаграмма представляет собой метод определения возможностей для структурной перестройки компании на основе всех предполагаемых приращений стоимости за счет внутренних и внешних источников.

Опишем процесс управления стоимостью бизнеса более детально. Для этого прежде всего необходимо рассмотреть упрощенную схему управления бизнесом. Весь процесс управления в общем виде представляется циклом непрерывно повторяющегося набора стандартных процедур, включающим следующие этапы:

- 1) оценку текущего состояния бизнеса и среды;
- 2) сравнение текущего состояния с эталонным с использованием критерия стоимости и корректировки последнего, если необходимо;
- 3) выработку управляющих воздействий;
- 4) применение их к бизнесу.

Далее цикл повторяется.

Стоимость согласуется с циклом управления следующим образом.

1. На первом этапе идентифицируют текущее состояние бизнеса и среды с использованием в качестве критерия стоимости бизнеса. При этом определяют:

- рыночную стоимость бизнеса методом дисконтированных денежных потоков «как есть». Обязательным условием здесь выступает сохранение существующих тенденций деятельности бизнеса без учета каких-либо значительных возмущений, вызванных, например, реализацией новых проектов;

- проводят анализ финансовой деятельности организации с целью выявления факторов, влияющих и управляющих стоимостью.

2. На втором этапе проводят сравнение текущего состояния бизнеса с эталонным, основываясь на условии максимизации

значения критерия стоимости. В рамках данного этапа осуществляют:

- анализируется возможность использования факторов, управляющих стоимостью, на основе внутренних ресурсов;

- сравнение стоимости бизнеса, полученной ранее с учетом внутренних улучшений, и стоимости с учетом внешней реорганизации. Решение о целесообразности проведения конкретных реорганизационных процедур принимают исходя из анализа роста стоимости бизнеса;

- изменение структуры и форм финансирования бизнеса. На этом шаге, связанном с финансовым реструктурированием, кроме структуры и форм исследуют возможности влияния на объем долга и его стоимость.

3. На третьем этапе управления критерия стоимости прогнозируют будущие значения показателей деятельности бизнеса, определяют конкретные мероприятия по достижению запланированного состояния — выбирают наиболее важные направления управляющих воздействий. Выявляют наилучший вариант реструктуризации на основе сравнения стоимости бизнеса «как есть» (без улучшений) и стоимостью бизнеса в результате отобранных стратегий реструктуризации. Максимальный разрыв и будет определять наилучший результат.

4. На четвертом этапе реализуют план мероприятий.

Шаги, обозначенные выше, лежат в основе механизма управления бизнесом и используют в качестве механизма повышения стоимости для акционеров.

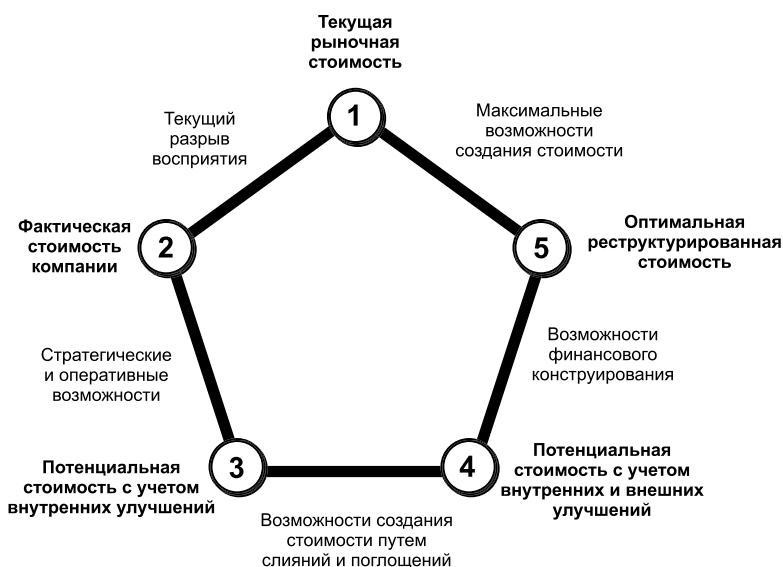


Рис. 1. Пентаграмма для определения возможностей структурной перестройки

Коротко обратимся к сущности некоторых категорий. Ключевым и менее известным в России среди менеджеров является показатель стоимости.

В современной экономической науке трудовая теория стоимости (ее представители А. Смит, Д. Риккардо, У. Петти) и теория предельной полезности (К. Менгер, Э. Бем-Баверк, Л. Вальрас) дополняют друг друга. Теорию предельной полезности (маржинализма) и теорию издержек производства (классическая политэкономия) соединил воедино Альфред Маршалл, основатель кембриджской неоклассической школы. Одна из главных идей А. Маршалла заключалась в том, что он не согласился с попытками предшественников искать единственный фактор ценообразования.

Таким образом, стоимости присущи определенные черты, которые определяют ее сущность.

Во-первых, это полезность вещи, т.е. стоимость, выступает как мера полезности вещи. Полезность — это способность вещи удовлетворять потребности

пользователя в данном месте и в течение данного периода времени.

Во-вторых, стоимость является *мерой умственных и физических усилий* человека (затрат труда) при создании вещи.

В-третьих, стоимость выступает как *мера относительной редкости* вещей, т.е. вещь не должна быть общедоступна (спрос должен превышать предложение).

В-четвертых, вещь, для того чтобы обладать стоимостью, должна *обладать способностью обмениваться* на другие вещи или деньги.

Определяющей чертой стоимости является полезность вещи. Говоря о стоимости бизнеса, мы подразумеваем его полезность для собственника, инвестора и других заинтересованных сторон. И критерием этой полезности в рыночной экономике практически для любой стороны являются деньги (денежные потоки), которые она может получить в результате вложения в данный бизнес своих ресурсов.

Обращаю внимание читателя на существенный нюанс: критерием полезности бизнеса выступает *денежный поток, а не чистая прибыль*.

Денежный поток — это совокупность притоков и оттоков денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности организации. В чем преимущество денежного потока по сравнению с чистой прибылью? Во-первых, денежный поток — это реальный показатель, а не расчетный; во-вторых, на формирование чистой прибыли оказывают влияние существующие требования нормативных документов в области бухгалтерского учета и налогообложения, а также любимая в России «оптимизация» налогообложения; в-третьих, показатель чистой прибыли в своем расчете просто не учитывает доходов и расходов, связанных с инвестиционной деятельностью организации.

В этой связи становится понятно, почему доходный подход в оценке стоимости бизнеса является основным. И в качестве дохода при расчете используется показате-

ль денежного потока (*CF*). Но не менее важными при определении и управлении стоимостью бизнеса являются такие важные составляющие, как риски бизнеса и возможности его роста в перспективе.

Таким образом, в доходном подходе для целей оценки и управления стоимостью бизнеса наиболее приемлемым является метод дисконтирования денежных потоков (ДДП или *DCF*). В данной работе мы не будем подробно рассматривать методику его реализации, остановимся только на ключевых моментах, играющих важную роль в понимании его сути и определения факторов, влияющих на стоимость бизнеса.

Метод дисконтированных будущих денежных потоков используется, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков существенно отличаются от текущих. Стоимость определяется как сумма текущей стоимости всех денежных потоков бизнеса за весь период его существования. В данном случае будем рассматривать формирование и управление стоимостью бизнеса с позиции его собственника.

В целом, процедура определения стоимости бизнеса на основе метода дисконтирования денежного потока включает, как правило, следующие этапы:

- выбор длительности прогнозного периода;
- выбор типа денежного потока, который будет использоваться для расчета;
- выполнение анализа валовых доходов предприятий и подготовка прогноза валовых доходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;
- выполнение анализа расходов предприятия и подготовка прогноза расходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;
- выполнение анализа инвестиций и подготовка их прогноза;
- расчет денежного потока для каждого года прогнозного периода;
- определение соответствующей ставки дисконтирования;

- расчет остаточной стоимости (стоимости денежных потоков в послепрогножном (остаточном) периоде);
- расчет текущей стоимости будущих денежных потоков, остаточной стоимости, и их суммарное значение;
- внесение заключительных поправок;
- выполнение процедуры проверки.

Схематично можно представить оценку стоимости с помощью метода ДДП следующим образом:

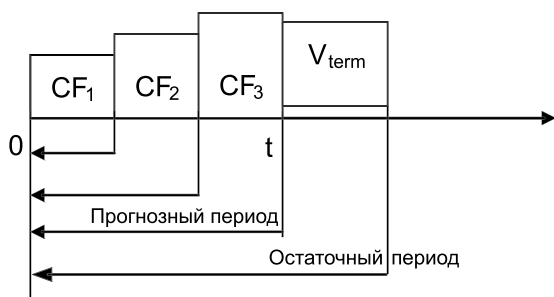


Рис. 2. Приведение прогнозных денежных потоков к текущему моменту

Расчет величины денежного потока осуществляется по следующей формуле:

Денежный поток для собственного капитала = Чистый доход после уплаты налогов + Амортизация + Увеличение долгосрочной задолженности – Уменьшение долгосрочной задолженности – Изменение чистого оборотного капитала – Капитальные вложения.

Определение ставки дисконтирования

Ставка дисконтирования — это ожидаемая ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Ставка дисконтирования рассчитывается на той же основе, что и денежный поток, к которому она применяется. Для денежного потока собственного капитала применяется ставка, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал.

Существуют различные методики определения ставки дисконтирования, наиболее распространенными из которых для денежного потока собственного капитала являются:

- модель оценки капитальных активов;
- кумулятивный подход.

Кумулятивный метод определения ставки дисконтирования основан на экспертной оценке рисков, связанных с вложением средств в оцениваемый бизнес.

Кумулятивный метод учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанные как с факторами общего для отрасли и экономики характера, так и со спецификой оцениваемого предприятия. Для определения ставки дисконтирования к безрисковой ставке дохода прибавляются дополнительные премии за риск вложения в предприятие по следующим факторам (табл. 1).

При этом известно, что увеличение нормы дохода происходит по мере повышения степени риска инвестиций.

Последовательность шагов.

Определить очищенную от риска норму дохода.

Определить премии за риск вложения в предприятие по дополнительным факторам.

Просуммировать эти значения.

Ставка дисконтирования рассчитана методом кумулятивного построения по формуле:

$$r = r_f + \sum r_i + C,$$

где r_f — безрисковая ставка; r_i — i -я премия за риск вложения в объект оценки; C — страновой риск.

Таблица 1

Факторы риска

Риски	Премия
Ключевая фигура в руководстве; качество руководства	0-5%
Размер компании	0-5%
Финансовая структура (источники финансирования компании)	0-5%
Товарная и территориальная диверсификация	0-5%
Диверсификация клиентуры	0-5%
Доходы: рентабельность и предсказуемость	0-5%
Прочие особые риски	0-5%
Плюс безрисковая ставка	

Источник. *Business valuation Review*, December. 1992; «The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the CAPM».

Определение безрисковой нормы дохода.

Для инвестора безрисковая ставка представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям) с аналогичными исследуемому проекту горизонтом инвестирования. Для нестабильных экономик рекомендуется использовать ставки по депозитам наиболее устойчивых банков страны.

Модель оценки капитальных активов (CAPM). Модель оценки капитальных активов (CAPM) основана на предположении, что инвестор, вкладывая средства в той или иной степени рискованный бизнес, стремится к получению дополнительных доходов по сравнению с гарантированными доходами от безрисковых инвестиций. Дополнительный доход связан с более высокой степенью риска. Модель оценки капитальных активов позволяет измерить дополнительный ожидаемый доход для активов.

В соответствии с моделью оценки капитальных активов ставка дисконтирования находится по формуле:

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f) + C ,$$

где r — ставка дисконтирования или ожидаемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

r_f — безрисковая ставка дохода;

β — коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

r_m — среднерыночная ставка дохода;

$r_m - r_f$ — рыночная премия за вложения в рискованный инвестиционный актив;

C — страновой риск.

Определение остаточной стоимости бизнеса

Определение остаточной стоимости основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы бизнеса стабилизируются, и в оста-

точный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные одноуровневые доходы.

Расчет стоимости в после прогнозный период может быть произведен несколькими методами в зависимости от планируемых изменений, которые вероятны в после прогнозный период. На практике чаще всего используется модель Гордона:

$$V_{term} = \frac{CF_n \cdot (1+g)}{r-g},$$

где — остаточная стоимость бизнеса;

CF_n — денежный поток доходов за последний год прогнозного периода;

r — ставка дисконтирования для собственного капитала;

g — долгосрочные темпы прироста.

Итоговая величина стоимости бизнеса состоит из двух составляющих:

- текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода;
- текущего значения стоимости в послепрогнозный период.

$$V = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{V_{term}}{(1+r)^n} =$$

$$= \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{V_{term}}{(1+r)^n},$$

где — стоимость объекта оценки;

$CF_{1,2,\dots,n}$ — прогнозные значения денежных потоков (*Cash Flow*), полученные от объекта оценки в 1-й, 2-й, n-й год (период);

r — ставка дисконтирования (она учитывает риск вложения средств в данный объект, желаемую отдачу от объекта и другие факторы);

n — количество прогнозируемых периодов (лет);

i — номер периода.

Таким образом, стоимость бизнеса зависит от следующих параметров: денежные потоки (чистая прибыль, амортизация, изменение задолженности, капитальные

вложения и изменение чистого оборотного капитала), риски бизнеса и общеэкономическая ситуация в стране, долгосрочные темпы прироста бизнеса.

Однако в последние два десятилетия наибольшим интересом в рамках управления и оценки стоимости бизнеса пользуются показатели, основанные на экономической добавленной стоимости. В основе концепции лежит понимание эффективности развития бизнеса с позиции того, что бизнес должен приносить больше, чем было затрачено на приобретение ресурсов. И, конечно показатель рентабельности, в данном случае оказывается несостоятельным для адекватной оценки результата работы бизнеса.

Концепция экономической добавленной стоимости (EVA)

Концепция экономической добавленной стоимости (*EVA — Economic Value Added*) была разработана Стюартом и даже зарегистрирована компанией *Stern Stewart & Co.*

EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная — о ее снижении.

На сегодняшний день показатель экономической добавленной стоимости (*EVA*) используется в сотнях ведущих мировых компаний.

Экономическая добавленная стоимость фирмы определяется по формуле:

$$EVA = (ROIC - WACC) \cdot CI,$$

где *EVA* — экономическая добавленная стоимость, созданная всем инвестированным в компанию капиталом;

ROIC — рентабельность инвестированного в компанию капитала;

WACC — средневзвешенная стоимость привлечения инвестированного в компанию капитала;

CI — инвестированный в компанию капитал (стоимость активов компании), в абсолютном выражении.

Существует второй способ расчета указанного показателя:

$$EVA = \text{Прибыль после выплаты налогов (NOPAT)} - \text{Средневзвешенная стоимость капитала} \cdot \text{Инвестированный капитал.}$$

Для расчета стоимости фирмы (всего капитала) необходимо определить текущую стоимость потоков добавленной стоимости за каждый период, а также учесть уже осуществленные вложения капитала:

$$V = CI + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t},$$

где V — стоимость компании (в абсолютном выражении);

CI — инвестированный в компанию капитал (в абсолютном выражении);

EVA_t — экономическая добавленная стоимость, созданная всем инвестированным в компанию капиталом в момент;

$WACC$ — средневзвешенная стоимость привлечения инвестированного в компанию капитала.

Для проведения расчетов сначала необходимо спрогнозировать рентабельность активов, причем учесть ее изменение для всех инвестиций в будущем. Рентабельность активов, в свою очередь, будет зависеть от изменения размеров инвестированного капитала и полученной прибыли. То есть необходимо осуществлять примерно те же прогнозы, что и при методе дисконтированных денежных потоков.

Рыночная добавленная стоимость (MVA)

MVA — критерий создания стоимости, рассматривающий в качестве последней

рыночную капитализацию и рыночную стоимость долгов компании.

MVA рассчитывается как разница между рыночной ценой капитала и инвестированным в компанию капиталом:

$$MVA = \text{Рыночная стоимость долга} + \text{рыночная капитализация} - \text{совокупный капитал}$$

Следует учитывать, что в балансовую оценку совокупного капитала должны быть внесены поправки для устранения искажений, вызванных методами учета и некоторыми учетными принципами.

С точки зрения теории корпоративных финансов MVA отражает дисконтированную стоимость всех настоящих и будущих инвестиций.

Как отмечалось выше, показатель, лежащий в основе системы управления стоимостью, должен не только отражать стоимость компании, но и показывать эффективность принятия решений на всех уровнях иерархии, а также служить инструментом мотивации. Рассматриваемый показатель (MVA) не отвечает данным требованиям, т. к. на рыночную капитализацию оказывают влияние многие факторы, часть из которых неподконтрольна менеджменту компании. Более того, если результаты работы компании будут оцениваться по данному показателю и мотивационные схемы будут также привязаны к нему, то это может привести к тому, 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 научно-исследовательских разработок). Но, как известно, одной из основных целей системы управления стоимостью является координация и мотивация принятия решений, ведущих к созданию долгосрочных конкурентных преимуществ, так как стоимость компании определяется суммой будущих

денежных потоков. В ответ на данные недостатки возник целый ряд альтернативных показателей стоимости.

Добавленная стоимость акционерного капитала (SVA)

В работах Альфреда Рапппорта SVA определяется как приращение между двумя показателями — стоимостью акционерного после некоторой операции и стоимостью того же капитала до этой операции. Часто дается несколько иная трактовка: SVA — это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного (собственного капитала). Несмотря на существенные различия этих двух подходов между ними есть общее — для определения SVA необходимо определить рыночную стоимость акционерного капитала. Для этого используются широко известные методы оценки стоимости компании путем дисконтирования денежных потоков. В упрощенном виде данная процедура включает следующие этапы:

1. Определяются потоки денежных средств (это могут быть как потоки всем владельцам капитала, так и только собственникам) в пределах горизонта планирования.

2. Определяется ставка дисконтирования. За последнюю принимается средневзвешенная цена капитала (WACC) в случае учета денежных потоков всем владельцам капитала или стоимость собственного капитала в случае учета денежных потоков, приходящихся на владельцев акционерного капитала. Определяется сумма дисконтированных денежных потоков в пределах горизонта планирования.

3. Определяется продленная (стоимость завершающего денежного потока — *terminal value*), т. е. дисконтированная стоимость денежных потоков за пределами горизонта планирования.

4. Определяется суммарная дисконтированная стоимость денежных потоков. Данная величина и принимается в качестве стоимости всего капитала компании (в случае, если в расчет брались денежные потоки всем владельцам капитала) или в качестве стоимости непосредственно акционерного капитала (в случае, если учитывались денежные потоки владельцам акционерного капитала). В первом случае для получения стоимости акционерного капитала необходимо будет определить расчетную стоимость долговых инструментов и вычесть ее из суммарной стоимости компании.

5. В заключение к полученной величине (стоимости акционерного капитала фирмы) применяется ряд корректировок, например прибавляется стоимость нефункционирующих активов, так как предполагается, что оценка приведенных денежных потоков определяет стоимость только функционирующих активов. При этом под нефункционирующими активами понимаются активы, не используемые в основной деятельности (например, денежные средства, превышающие потребности для обслуживания текущих потребностей и предназначенные для поглощения другой компании).

6. Непосредственно SVA рассчитывается по формуле:

SVA = расчетная стоимость акционерного капитала (итог пункта 5) – балансовая стоимость акционерного капитала.

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

Ставка возврата инвестиций (CFROI)

Одним из недостатков показателя EVA, рассмотренного выше, является игнориро-

вание денежных потоков. Данный недостаток устраняется при расчете показателя *CFROI*:

$$CFROI = \frac{\text{Скорректированные денежные притоки (cash in) в текущих ценах/скорректированные денежные оттоки (cash out) в текущих ценах.}}{\text{Скорректированные денежные оттоки (cash out) в текущих ценах.}}$$

Другим преимуществом данного показателя по сравнению с *EVA* является тот факт, что как денежные потоки, генерируемые существующими и будущими активами, так и первоначальные инвестиции выражаются в текущих ценах, т.е. учитывается фактор инфляции.

Для расчета показателя *CFROI* необходимо выполнить следующие действия:

1. Выявить денежные притоки в течение экономического срока службы активов. Данный срок рассчитывается как отношение суммарной стоимости активов к амортизационным отчислениям.

2. Рассчитать величину суммарных активов, которая и будет выступать в качестве оттока денежных средств.

3. Скорректировать как оттоки, так и притоки на коэффициенты инфляции, т.е. привести к текущим ценам.

4. Внести ряд поправок в расчетные величины (денежные потоки, суммарные активы) для нивелирования различных искажений, вызываемых учетными принципами. Так, 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. Рассчитать *CFROI* как ставку, при которой суммарные денежные оттоки будут равны суммарным денежным притокам.

Если показатель *CFROI* превышает требуемый инвесторами средний уровень, то компания создает стоимость и наоборот,

если *CFROI* ниже требуемой доходности, то стоимость компании будет понижаться.

Одним из главных недостатков данной модели является то, что результат выражается не в сумме созданной (или разрушенной) стоимости, а в виде относительного показателя. Данный факт может служить препятствием при внедрении на предприятии системы *VBM*, так как для некоторых нефинансовых менеджеров интерпретация данного показателя может не быть столь же ясной, как, например, *EVA*.

Другим недостатком данного подхода является сложность расчета показателя *CFROI*, так как для этого необходимо идентифицировать все денежные потоки, генерируемые как существующими, так и будущими активами.

Чистая добавленная стоимость (CVA)

Часто данный показатель также называют *Residual Cash Flow (RCF)*. В последнее время все большее число специалистов отдают предпочтение именно данному критерию создания стоимости, так как:

- в качестве отдачи от инвестированного капитала используется потоковый показатель — денежные потоки (*cash flows*);
- в явном виде, в отличие от показателя *CFROI*, учитываются затраты на привлечение и обслуживание капитала из разных источников, т.е. средневзвешенная цена капитала.

В основе данного показателя лежит концепция остаточного дохода (*residual income*), а формула его расчета имеет следующий вид:

$$RCF (CVA) = AOCF - WACC \cdot TA,$$

где: *AOCF* (*Adjusted Operating Cash Flows*) — скорректированный операционный денежный поток;

WACC — средневзвешенная цена капитала;

ТА — суммарные скорректированные активы.

Таким образом, управление стоимостью эффективнее существующих на сегодня систем управления компаниями, поскольку данный метод:

- maximizes создание и управление стоимостью компаний комплексно;
- способствует улучшению прозрачности (прозрачности) компаний;
- согласовывает интересы менеджеров и топ-менеджеров с интересами акционеров и заинтересованных лиц;
- способствует развитию отношений с инвесторами, аналитиками и заинтересованными лицами;
- улучшает внутренние стратегические коммуникации;
- препятствует недооценке ценных бумаг компании;
- способствует повышению эффективности процесса принятия решений;
- содействует инвестициям, направленным на создание стоимости;
- повышает эффективность распределения ресурсов.

Литература

1. Дамодаран А. *Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов*/Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Брукс, 2004.
2. Каплан Роберт С., Нортон Дейвид П. *Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию*/Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005.
3. Козырь Ю.В. *Стоимость компании: оценка и управленческие решения*. М.: Альфа-Пресс, 2004.
4. Козырь Ю.В. *Особенности оценки бизнеса и реализации концепции VBM* — М.: Квинто-Консалтинг, 2006.
5. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. *Стоимость компании: оценка и управление* — М.: Олимп-бизнес, 1999.
6. *Материалы семинара «Управление процессом структурного оздоровления предприятий (реструктурирования)»* (Делойт энд Туш и Институт Экономического Развития Всемирного Банка). 1996 г.
7. *Организация оценки и налогообложения собственности*/Под ред. Д.К. Эккерта. М.: РОО, 1995.
8. *Оценка бизнеса: Учебник*/Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. — М.: Финансы и статистика. 2004.
9. Скотт Марк К. *Факторы стоимости*. — М.: Олимп-бизнес, 2000.
10. Томпсон-мл. Артур А., Стрикленд III.А. Дж. *Стратегический менеджмент: концепции и ситуации для анализа*. 12-е изд./Пер. с англ. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2006.

Статья поступила в редакцию 10.02.2007

I. Kosorukova

THE IMPACT THE COMPANY VALUE MANAGEMENT HAS UPON THE COMPANY COMPETITIVENESS LEVEL

During the last decade such factors as the company capitalization and the company market value growth have been making an increasingly high contribution to the company competitive position change. Not very long ago it was necessary to make quality product in large quantities, have access to the financial resources and be able to use the resources of the administrative authorities in order to be a leader. Now the answer to the question «what are your capitalization figures?» is one of the leading factors influencing the outcome of the negotiations on partnership, strategic alliance formation, or investment attraction chances. If you do not start managing your company value now, tomorrow might turn out to be late as there will be no business to manage.

The special importance factor is the quality of the company management. It is the quality that is the prerequisite for the business success in today's competitive environment.