

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

**Лекция 4. Современные
методы управления
стоимостью бизнеса**



Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Важным этапом развития теории и практики УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСАМИ предприятия стало возникновение концепции управления нацеленное на максимизацию рыночной стоимости предприятия **Value-Based Management** (далее по тексту - VBM) и начало ее активного использования в практике бизнеса на рубеже 80–90-х гг. XX века.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

В основе концепции **максимизации стоимости** лежит понимание того, что для акционеров (владельцев) первостепенной задачей является увеличение их финансового благосостояния в результате эффективной эксплуатации объектов владения.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

При этом рост благосостояния акционеров измеряется не объёмом введенных мощностей, количеством нанятых сотрудников или оборотом компании, а **рыночной стоимостью активов**, которыми они владеют, т. е. возможностью получить курсовой денежный доход от перепродажи всех или части принадлежащих им акций или долей.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Таким образом в основе концепции **Value-Based Management** лежит признание того, что основной финансовой целью организации является рост ее ценности для собственников (акционеров), при этом все решения менеджмента компании должны быть нацелены исключительно на достижение данной цели.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Концепция управления, ориентированного на стоимость, изначально использовалась крупными акционерными компаниями США как основа максимизации стоимости акций и повышения доходов акционеров.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Постепенно идеи управления, ориентированного на стоимость, распространились на европейский бизнес, а в последнее время к этой идее все пристальнее присматривается отечественный бизнес.
- В отличие от американской в рамках европейской модели менеджмента помимо увеличения доходов акционеров (учредителей) компании стремятся к повышению удовлетворенности персонала, построению долгосрочных отношений с клиентами, сохранению взаимовыгодных отношений с поставщиками.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Концепция управления стоимостью предприятия предполагает, что менеджеры фирмы нацеливаются на действия и управленческие решения, которые не столько увеличивают текущие либо надежно планируемые на ближайший период прибыли фирмы, сколько создают основу для получения гораздо больших прибылей в более отдаленном будущем, что, однако способно повысить текущую или будущую рыночную капитализацию компании

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Для управления стоимостью предприятия необходимы инструменты, позволяющий быстро и максимально просто оценить изменения стоимости предприятия в зависимости от принимаемых менеджментом управленческих решений.

Инструменты, позволяющие выделить основные факторы, влияющие на стоимость компании, которые обязательно должны учитываться в показателе, отражающем создание стоимости.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Книга «Создание акционерной стоимости» [Rapraort, 1986] была фактически первой, где системно формулировались основные идеи VBM.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- В 80-х – 90-х годах появился целый ряд показателей, отражающих процесс создания стоимости.
- Наиболее известные из них – **SVA, EVA, CVA, CFROI** , **Модель Ольсона** (Edwards-Bell-Ohlson valuation model - модель EBO), .

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

В работах Альфреда Раппапорта для оценки эффективности работы менеджмента предлагается показатель **SVA (*Shareholder Value Added*)**, который определяется как приращение между двумя показателями – стоимостью акционерного капитала после некоторой операции и стоимостью того же капитала до этой операции.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Часто дается несколько иная трактовка: SVA – это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного (собственного капитала).

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

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.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

SVA при этом определяется как

SVA = расчетная стоимость акционерного капитала – балансовая стоимость акционерного капитала

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Последующие ключевые публикации [Stern Stewart, 1991; Коупленд, Коллер, Муррин, 1999] развили идею А Раппорта и окончательно сформировали каркас концепции VBM.

Указанные выше работы стали теоретической основой для консалтинговой деятельности компаний LEC/Alcar Consulting Group (А. Раппопорт), McKinsey & Company (Т. Коупленд), Stern Stewart & Co. (Б. Стюарт)

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Из всех далее разработанных показателей, предназначенных для оценки процесса создания стоимости компании, самым известным и распространенным является показатель экономической добавленной стоимости (***Economic Value Added - EVA***). Причина этого в том, что данный показатель сочетает простоту расчета и возможность определения стоимости компании, а также позволяет оценивать эффективность как предприятия в целом, так и отдельных подразделений.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Показатель EVA вычисляется на основании следующей формулы:

$$EVA = NOPAT - K_w * C$$

- где NOPAT – чистая операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов (Net Operating Profits After Taxes);
- K_w – средневзвешенная цена капитала (WACC);
- C – стоимостная оценка капитала.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Экономическая прибыль является мерой стоимости, которая создается компанией в единичный период времени, и может рассчитываться по следующей формуле:
- *Экономическая прибыль = инвестированный капитал x (ROIC - WACC)[1]*
- То есть, экономическая прибыль равна произведению величины инвестированного капитала и разности между рентабельностью инвестированного капитала и затратами на капитал.
- [1] Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Мурин. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: «Олимп-Бизнес», 2000. – С. 166

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

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

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

EVA является зарегистрированной торговой маркой, принадлежащей консалтинговой компании Stern Stewart & Co (основана в 1982г. Дж. Штерном и Дж. Б. Стюартом), <http://www.> EVA является зарегистрированной торговой маркой, принадлежащей консалтинговой компании Stern Stewart & Co (основана в 1982г. Дж. Штерном и Дж. Б. Стюартом), <http://www.> EVA является зарегистрированной торговой маркой,

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

С помощью показателя EVA можно оценить качество принимаемых управленческих решений.

Положительная динамика этого показателя означает, что компания работает более эффективно, чем рынок в целом, то есть она более привлекательна для инвесторов, следовательно, рыночная стоимость такой компании возрастает.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Напротив, снижение EVA говорит о том, что на рынке появляются более интересные для инвестирования объекты, поэтому при падении EVA стоимость компании также уменьшается. Поскольку основной целью менеджмента является увеличение стоимости бизнеса, управление экономической добавленной стоимостью сводится к обеспечению стабильно неотрицательного значения EVA, то есть обеспечения соответствующего уровня доходности текущих активов и инвестиций.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Управление EVA существующих активов строится на выявлении факторов, способствующих ее увеличению, то есть росту прибыли (NOPAT), или же уменьшению размера капитала и его стоимости.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Исходя из приведенной формулы расчета показателя EVA, можно сделать выводы о возможных путях улучшения значения данного показателя:

1. **Увеличение доходов, генерируемых вложенными средствами.** Данный результат может достигаться различными путями – через управление издержками, повышение эффективности бизнес-процессов посредством реинжиниринга и т.д.
2. **Путем расширения,** т.е. инвестирования средств в проекты, рентабельность которых превышает затраты на капитал, вовлеченный в реализацию такого проекта.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- 2. Повышение эффективности управление активами** – продажа непрофильных, убыточных активов, сокращение сроков оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов и т. д.
- 4. Управление структурой капитала** – рационального управления источниками собственных и заемных средств

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Для оптимизации доходов предприятия следует сотрудничать с наиболее надежными контрагентами, управлять дебиторской задолженностью и перераспределять капитал между линиями бизнеса.

При этом необходимо сдерживать рост бизнеса, требующего больших вложений капитала, и инвестировать в направления, которые требуют меньших средств.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Управление стоимостью капитала компании сводится к работе с кредиторами по привлечению более дешевых займов и регулированию структуры капитала.

Для этого необходимо соблюдать равновесие между стоимостью собственных и заемных средств. Так, привлечь заем зачастую оказывается дешевле, чем использовать собственные средства.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Рыночную стоимость компании можно рассчитать следующим образом:

- **Рыночная стоимость компании =
Инвестированный капитал +
дисконтированная EVA от
существующих проектов +
дисконтированная EVA от будущих
инвестиций**

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Основные недостатки системы управления на основе показателя EVA:

- Жёсткая связь вознаграждения и показателя EVA может привести к принятию решений, направленных на краткосрочные выгоды от снижения расходов и использования активов, у которых закончился срок амортизации;

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Система показателей которая состоит только из финансовых показателей ведёт к недооценке таких факторов долгосрочного успеха, как знания персонала, информационные технологии, корпоративная культура;
- Более ориентирована на краткосрочную перспективу, чем на долгосрочную

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Одним из недостатков показателя EVA, является игнорирование денежных потоков.

Данный недостаток устраняется при расчете показателя CVA (**Cash Value Added**). В основе данного показателя лежит концепция остаточного дохода (residual income), а формула его расчета имеет следующий вид:

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

$$CVA = AOCF - WACC * TA$$

- где:
- AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) – скорректированный операционный денежный поток;
- WACC – средневзвешенная цена капитала;
- TA – суммарные скорректированные активы

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- В последнее время все большее число специалистов отдают предпочтение именно данному критерию создания стоимости, т.к.:
- 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.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Модель Ольсона

(Edwards-Bell-Ohlson valuation model, модель **ЕВО**) позволяет использовать преимущества доходного и имущественного подходов, в какой-то степени минимизируя их недостатки.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Согласно Модели Ольсона, стоимость компании выражается через **рыночную стоимость ее чистых активов** и дисконтированный поток **“сверх” - доходов** (отклонений прибыли от “нормальной”, т.е. средней по отрасли величины прибыли).

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Подход, применяемый в модели Ольсона, тесно переплетается с концепцией экономической добавленной стоимости – EVA.
- Отличие EVA от EBO – в том, что EVA охватывает весь вложенный в компанию капитал (акционерный и заемный), а EBO – только собственный (акционерный).

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Любая современная система бухгалтерского учета основывается на предположении, что **СТОИМОСТЬ ЧИСТЫХ АКТИВОВ КОМПАНИИ В КОНЦЕ ПЕРИОДА (B_t)** равна **их стоимости в начале (B_{t-1})** плюс **читая прибыль (N_{it})**, полученная за этот период за вычетом выплаченных дивидендов (D_t):

$$B_t = B_{t-1} + N_{it} - D_t$$

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Если предположить период существования компании равным бесконечности, и предполагая что дивиденды не выплачиваются, то используя вышеприведенные утверждения, можно записать следующим образом:

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[NI_{t+i} - r_e B_{t+i-1}]}{(1 + r_e)^i}$$

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Где:
- - P_t – рыночная стоимость компании в момент времени t ;
- - V_t - балансовая стоимость (стоимость чистых активов) компании в момент времени t ;
- - E_t [...] - ожидаемые значения, основанные на доступной в момент времени t информации, в т. ч.:
- - NI_{t+i} - чистый доход за период $t+i$;
- - r_e – среднеотраслевая цена (рентабельность) акционерного капитала;

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Таким образом, рыночная стоимость компании в момент времени t будет рассчитываться по формуле:

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^T \frac{E_t[(ROE_{t+i} - r_e) \times B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i} + \frac{E_t[(ROE_{t+T+1} - r_e) \times B_{t+T}]}{r_e \times (1+r_e)^T}$$

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Рыночная стоимость компании, вычисленная с помощью EBO, идентична результатам, получаемым с помощью таких традиционных методов, как дисконтирование дивидендов (DDM) или денежных потоков (DCF)

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

Однако модель Ольсона имеет ряд преимуществ по сравнению с традиционными методами оценки стоимости компании.

В частности, в ней находит отражение **процесс создания богатства акционеров, а не его распределения**, что выгодно отличает данную модель от метода дисконтирования дивидендов.

Более четверти американских компаний, чьи акции котируются на открытом рынке, вообще не выплачивают дивиденды, и, тем не менее, стоимость их акций не падает до нуля

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Модель EBO обладает достаточным потенциалом для ее успешного применения в российских условиях.
- Поскольку базой для определения стоимости компании, а часто и большей ее составляющей в данной модели служит текущая величина чистых активов, найденная итоговая сумма должна вызывать большую степень доверия у консервативно настроенной части оценщиков и аналитиков.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Достоинством модели, специалисты в области бухгалтерского учета, считают установление достаточно формальных связей между оценкой и числами бухучета.
- Также можно отметить в качестве достоинства модели ее многосторонность и возможность использования при анализе различий национальных систем учета.

Современные методы оценки и управления стоимостью бизнеса

- Тот факт, что гораздо меньшая, чем в методах DFE и DCF, часть стоимости компании “распределена во времени”, снижает риски неправильного прогнозирования, хотя, безусловно, не элиминирует их совсем.
- Для потенциального инвестора модель Ольсона является мощным инструментом, дающим представление о том, какая часть рыночной стоимости фирмы выражена ее реальными активами, а какая – нематериальным “гудвиллом”, что позволяет более точно представлять степень рискованности вложений в ту или иную компанию.