

## УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ КАК ФАКТОРАМИ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

© 2011 Е.А. Кандрашина\*

**Ключевые слова:** стоимость бизнеса, денежные потоки, финансовая конкурентоспособность, отраслевая конкурентоспособность.

Рассматривается применение метода дисконтирования денежных потоков для определения стоимости бизнеса в целях улучшения управленческих решений. Компоненты денежного потока исследуются в качестве факторов создания стоимости бизнеса, что позволяет воздействовать на них как на объекты управления.

Развитие финансовых рынков и активное привлечение средств широкого круга инвесторов привели к значимым изменениям в теоретических и практических подходах к управлению корпорациями. Начиная с 1986 г. в США появилась серия работ [Rappaport, 1986; Stewart, 1991; Коупленд, Коллер, Муррин, 1999], в которых была сформулирована концепция Value-Based Management (управление, нацеленное на создание стоимости). Указанная концепция предполагает принципиально новый взгляд на критерий эффективности функционирования корпорации. В качестве такого критерия выступает стоимость бизнеса - наиболее надежный индикатор богатства собственников корпорации, т.е. ее акционеров.

В соответствии с концепцией VBM усилия лиц, принимающих управленческие решения на всех уровнях организации, должны быть направлены на максимизацию сто-

имости бизнеса корпорации. Однако невозможно управлять непосредственно стоимостью. Необходимо определить конкретные объекты управления - факторы создания стоимости, на которые можно влиять. Рассмотрим возможность использования в качестве таких объектов компонентов денежного потока корпорации (рис. 1).

Ключевые мотивы осуществления предпринимательской деятельности - монетизация предпринимательской идеи, трансформация ее в источник получения дохода, что требует создания объекта предпринимательской деятельности - предприятия. Для того чтобы создать предприятие и обеспечить его функционирование, необходимы деньги. Если субъектом предпринимательской деятельности выступает корпорация, она может их получить, продавая свидетельства, удостоверяющие права притязания (обязательственные права) на ее реальные активы и создаваемые ими

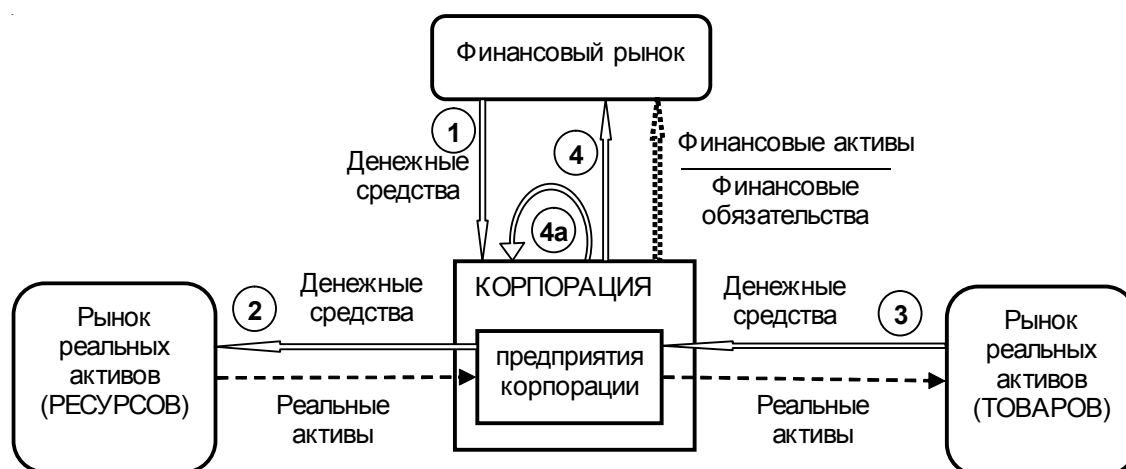


Рис. 1. Экономическая схема корпорации

\* Кандрашина Елена Александровна, доктор экономических наук, профессор Самарского государственного экономического университета. E-mail: el.ka2003@mail.ru.

денежные потоки - ценные бумаги. Для инвесторов, приобретающих эти свидетельства, они представляют собой финансовые активы.

Денежный поток (1) возникает, когда корпорация выпускает ценные бумаги. Полученные денежные средства идут на покупку реальных ценностей (активов), необходимых для создания и функционирования предприятий (2). Если предприятия работают успешно, созданные в процессе их функционирования реальные активы обеспечивают больший приток денежных средств (3), чем было затрачено. Дополнительно полученные денежные средства (3)-(2) либо возвращаются инвесторам (4), либо реинвестируются (4а). Инвесторы с готовностью дадут корпорации деньги на шаге (1) только при условии, что решения, принимаемые на шаге (2), дадут соразмерный доход на шаге (3). Соразмерным инвесторы признают доход, компенсирующий им отказ от немедленного потребления инвестированных средств с учетом своей оценки уровня риска, сопряженного с осуществлением таких вложений<sup>1</sup>.

Таким образом, с финансовой точки зрения, функционирование бизнеса можно представить как совокупность денежных потоков. Эти денежные потоки порождаются управленческими решениями, что и позволяет рассматривать их в качестве ключевых факторов создания стоимости.

Обеспечение прироста совокупного богатства инвесторов зависит от правильного управления денежными потоками в трех областях принятия решений: основной, инвестиционной и финансовой деятельности (рис. 2).

Инвестиции являются главной движущей силой любого бизнеса. Они формируют основу для осуществления основной деятельности. Если отказ от какого-то направления основной деятельности экономически обоснован, на повестку дня встает вопрос изъятия вложений (деинвестиций). При этом инвестиции и деинвестиции должны соответствовать финансовой стратегии корпорации. Например, выбор текущих и потенциальных рынков, обладающих перспективами быстрого роста, могут потребовать значительных инвестиций, на которые может не хватить финансовых ресурсов, если менеджмент ориентируется на минимизацию финансового риска, и финансовая стратегия предполагает ограничение использования долгосрочного заемного капитала.

Решения, принимаемые в области основной деятельности, направлены на эффективное использование активов, созданных в результате осуществления инвестиций, для работы на выбранных рынках. Именно в рамках основной деятельности формируется денежный поток, за счет которого происходит возврат инвестиций и обеспечивается их окупаемость.

Область принятия управленческих решений по финансированию бизнеса включает в себя выбор между различными доступными для корпорации вариантами формирования финансовых ресурсов, необходимых для осуществления инвестиций и основной деятельности. Необходимым условием вовлечения в денежный оборот корпорации средств инвесторов и кредиторов является осуществление прибыльной основной деятельности -

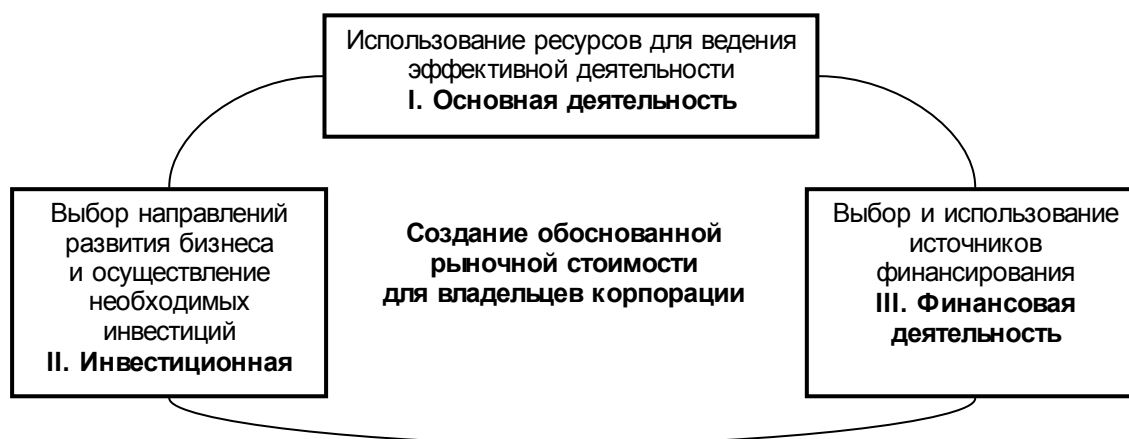


Рис. 2. Процесс создания стоимости и основные области принятия управленческих решений

именно ради получения этой прибыли инвесторы и кредиторы осуществляют вложения в бизнес<sup>2</sup>.

Принятие и реализация управленческих решений в каждой из выделенных областей порождают денежные потоки.

Счет денежных потоков лежит в основе одного из методов оценки стоимости бизнеса в рамках доходного подхода - метода дисконтирования денежных потоков. Доходный подход строится на утверждении, что стоимость бизнеса эквивалентна ожидаемым от него доходам, приведенным к текущей стоимости, и отражает типичную мотивацию рационального инвестора.

В свою очередь, метод дисконтирования денежных потоков во всем мире признан как теоретически наиболее обоснованный метод оценки стоимости доходобразующего имущества, в том числе предприятий и корпораций. В странах с развитой рыночной экономикой при оценке бизнеса этот метод применяется в 80-90% случаев. Согласно данному методу, расчет фундаментальной стоимости бизнеса может осуществляться по формуле.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}, \quad (1)$$

где  $V$  - стоимость бизнеса на текущий момент времени  $t = 0$ ;  $CF_t$  - свободный денежный поток на момент времени  $t$ ;  $k$  - ставка дисконтирования.

На рис. 3 приведена принципиальная схема оценки стоимости бизнеса, т.е. последовательность выполнения основных процедур оценки в соответствии с приведенной формулой<sup>3</sup>.

Рассмотрим специфику формирования каждого из приведенных компонентов в целях оценки стоимости бизнеса.

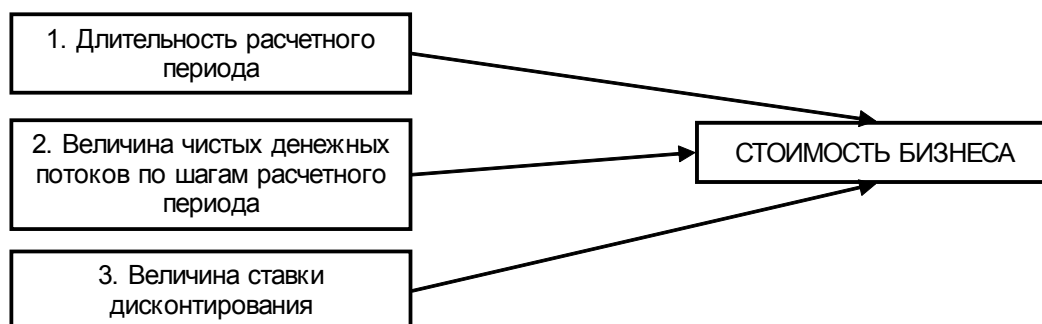


Рис. 3. Принципиальная схема оценки стоимости бизнеса на основе денежных потоков

1. Горизонт прогнозирования стоимости бизнеса - это период, в течение которого корпорация обладает конкурентными преимуществами и потенциально способна создавать дополнительную ценность для акционеров, т.е. использовать материальные и нематериальные активы для генерирования денежных потоков, превышающих затраты на формирование этих активов за счет различных источников финансирования. Однако практически невозможно составить достоверный и точный прогноз денежных потоков на весь данный период. Поэтому весь период функционирования бизнеса делится на прогнозный (расчетный) и постпрогнозный периоды. Прогнозный период длится до тех пор, пока:

- ♦ возможно определить будущие денежные потоки и

- ♦ темпы роста бизнеса не стабилизируются.

Рационального инвестора интересует возможность получения доходов не только в ближайшее время, но и в дальнейшей перспективе. Соответственно, чем более продолжительной ожидается длительность постпрогнозного периода, тем выше будет ценность, а значит, и стоимость объекта для инвестора. В оценочной практике разработаны специальные методы, позволяющие определить, какой прирост стоимости бизнеса обеспечит его функционирование в постпрогнозный период. Эта величина называется суммой реверсии ( $V_{peв}$ ). В случае учета данного компонента формула примет расширенный вид:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{V_{peвn}}{(1+k)^n}, \quad (2)$$

2. Как уже было отмечено, в денежном обороте корпорации участвуют как средства собственников, так и заемные источники.

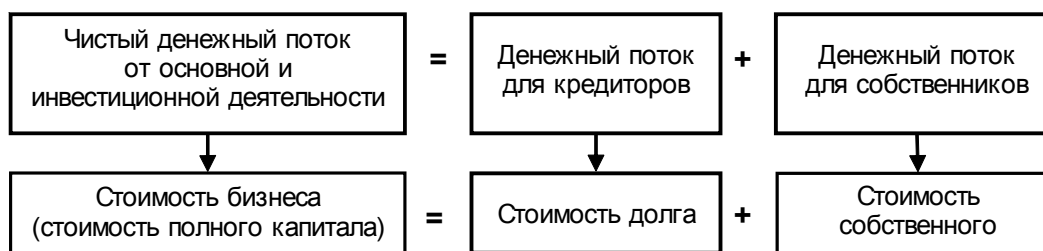


Рис. 4. Денежные потоки как источники формирования стоимости бизнеса

Соответственно этому стоимость бизнеса корпорации может быть определена как для ее собственного, так и для полного капитала (рис. 4).

При определении стоимости бизнеса на основе *полного* капитала учитывается весь объем используемых источников финансирования - как собственных, так и заемных. Расчет стоимости в этом случае делается на основе денежных потоков, опосредующих кругооборот активов корпорации, т.е. денежных потоков по основной и инвестиционной деятельности. Полученный показатель стоимости используется в целях совершения сделок с бизнесом как с единым комплексом (купля-продажа имущественного комплекса, М&А).

Стоимость бизнеса, определенная на основе *собственного* (инвестированного или бездолгового) капитала, важна для собственников и для менеджеров, управляющих компанией на основе концепции VBM. Данный показатель используется инвесторами для определения стоимости бизнеса в целях покупки акций компании. В этом случае в расчет включаются все денежные потоки, в том числе и по финансовой деятельности.

3. Величину денежного потока на каждом шаге прогнозного (расчетного) периода и величину реверсии необходимо привести к текущей стоимости денег с помощью процедуры дисконтирования.

В основу процедуры дисконтирования положено обоснование нормы дохода. Норма дохода - это экономическая категория, отражающая требования собственника денежных средств (инвестора или кредитора) к величине компенсации за отказ от их немедленного потребления. При определении стоимости бизнеса на основе *собственного* капитала в качестве ставки дисконтирования используется норма доходности, приемлемая для собственника бизнеса, претендующего на остаточный после выполнения всех финансовых обязательств денежный поток. Требу-

емая собственником норма дохода должна учитывать его индивидуальную оценку уровня риска. Наиболее предпочтительным в такой ситуации способом расчета ставки дисконтирования является модель оценки капитальных активов САМР. При определении стоимости бизнеса на основе *полного* капитала величина ставки дисконтирования рассчитывается с помощью модели средневзвешенной стоимости капитала, учитывающей требования к отдаче на инвестированный капитал как со стороны собственников (инвесторов), так и со стороны кредиторов.

Таким образом, для того чтобы стоимость бизнеса корпорации и, соответственно, ее акций нарастала, осуществляемая деятельность должна генерировать поток свободных денежных средств, достаточный для решения задач стратегического развития и обеспечивающий инвесторам приемлемую отдачу на инвестированный капитал с учетом компенсации инвестиционного риска. Максимальное значение стоимости ( $V$ ) может достигаться двумя путями:

- ♦ повышением эффективности деятельности корпорации, что будет выражаться в росте будущих денежных потоков, генерируемых ее предприятиями ( $CF_t \rightarrow \max$ );
- ♦ снижением рисков бизнеса, выражаемых значением ставки дисконтирования ( $k \rightarrow \min$ ).

Соответствующий потенциал роста стоимости определяется конкурентоспособностью бизнеса.

Влияние конкурентоспособности бизнеса на его стоимость определяется наличием двух взаимосвязанных и взаимообусловленных аспектов конкурентоспособности - отраслевого и финансового (рис. 5).

Отраслевая конкурентоспособность бизнеса является характеристикой того, насколько успешно компания борется на своем отраслевом рынке за деньги потребителей. В конечном счете именно на них и рассчитыва-

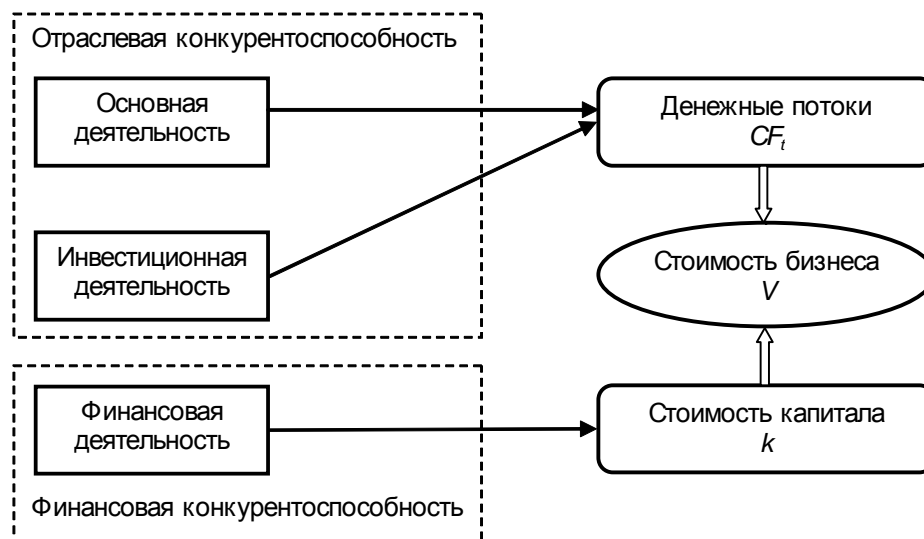


Рис. 5. Влияние конкурентоспособности бизнеса на его стоимость

ют инвесторы, принимая решение об участии в этом бизнесе. Соответственно, чем выше у компании способность привлекать деньги потребителей, тем большие средства она сможет получить и от инвесторов.

В то же время корпорации конкурируют между собой за финансовые ресурсы инвесторов и кредиторов, которые заинтересованы в получении стабильных доходов с минимальным риском. Главной характеристикой финансовой конкурентоспособности корпорации является ее финансовое состояние - оно отражает эффективность использования финансовых ресурсов и возможность выполнения обязательств перед партнерами и государством. Чем хуже финансовое состояние корпорации, тем выше риск ее финансирования, а за повышенный риск инвесторы и кредиторы требуют повышенной компенсации, что снижает эффективность функционирования бизнеса.

Денежные потоки, на которые претендуют инвесторы и кредиторы, генерируются основной деятельностью и зависят от отраслевой конкурентоспособности бизнеса. Они являются результатом прошлых, уже осуществленных инвестиций и обеспечивают их окупаемость. Текущая инвестиционная деятельность формирует будущие денежные потоки, т.е. влияет на перспективную отраслевую конкурентоспособность. Но менеджерам необходимо приложить усилия для того, чтобы инвестиции положительно повлияли на отраслевую конкурентоспособность бизнеса и увеличили денежные потоки по основной деятельности.

Возможность осуществления текущих инвестиций определяется нынешней финансовой конкурентоспособностью компании. В свою очередь, финансовая конкурентоспособность корпорации определяет стоимость капитала и влияет на объемы доступных для корпорации источников финансирования, движение которых осуществляется в рамках финансовой деятельности.

Особенность денежных потоков как факторов создания стоимости состоит в том, что они имманентны не только корпорации, но и любому юридическому лицу, осуществляющему предпринимательскую деятельность. Основное условие применения рассмотренного подхода к управлению стоимостью бизнеса состоит в юридическом и финансовом обособлении бизнеса в качестве самостоятельного субъекта предпринимательской деятельности. В заключение следует отметить, что все большее число российских компаний управляют с использованием концепции VBM.

<sup>1</sup> Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. М., 2007. С. 5-6; Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. М., 1997. С. 534-535.

<sup>2</sup> Хелферт Э. Техника финансового анализа: пер. с англ. / под ред. Л.П. Белых. М., 1996. С. 17-20.

<sup>3</sup> Экономическая оценка инвестиций / под ред. М.И. Римера. СПб., 2009. С. 337.

Поступила в редакцию 17.02.2011 г.