

## ОЦЕНКА ФАКТОРОВ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА: ИССЛЕДОВАНИЕ МЕТОДИК

© 2012 А.С. Вечканов\*

**Ключевые слова:** стратегия компании, денежный поток, инвестиции, фактор стоимости, рентабельность, конкурентоспособность.

Разработка системы управления компанией, ориентированной на рост ее стоимости и обеспечение эффективности механизма управления через воздействие на основные факторы стоимости, становится одной из самых востребованных, постепенно вытесняя традиционные методы и системы управления. Предполагается, что формирование нового подхода к управлению компанией на основе выявления факторов стоимости и систематизация этих факторов позволят компаниям реализовывать свои стратегические задачи и достигать стратегических целей.

Выявление факторов стоимости во многом зависит от того, на какую модель стоимости опирается исследователь. Подход к анализу операционной, инвестиционной, финансовой деятельности компании возможен на основе концепции управления компанией, ориентированной на создание и рост ее фундаментальной стоимости. Анализ результатов деятельности компании на основе стоимостной концепции заключается в установлении влияния отдельных факторов стоимости и их совокупности на динамику стоимости компании. В частности, А. Раппопортом, одним из основоположников теории акционерной добавленной стоимости, выделяются следующие факторы стоимости: темп роста продаж, операционная маржа, ставка налога, инвестиции в рабочий капитал, инвестиции во внеоборотные активы, стоимость капитала, прогнозный период (в некоторых исследованиях этот фактор рассматривается отдельно в качестве методологического приема).

Выделение факторов стоимости позволяет анализировать вклад каждого из них в реализацию стратегии компании. Для оценки будущих денежных потоков предлагается рассматривать постоянную процентную ставку роста продаж. Операционная рентабельность продаж также является константой и определяется как постоянный процентный показатель от выручки. Прибыль до вычета процентов и налогов, налоговая ставка рассматриваются как постоянные процентные показатели от операционной прибыли, а объем инвестиций в основные и оборотные средства зависит от увеличения объема продаж. Сво-

бодные денежные потоки, по Раппопорту, рассчитываются как разница между операционной прибылью и суммой трех компонентов: налогов, дополнительных инвестиций в основные средства и дополнительных инвестиций в оборотные средства. Как известно, операционная прибыль представляет собой разницу между валовой выручкой от реализации и операционными затратами, а дополнительные инвестиции в основные средства - разницу между общими инвестициями в компанию и амортизацией. Свободный денежный поток - это операционный денежный поток после инвестиций в основные и оборотные средства, т. е. созданный операционной деятельностью компании. Он исключает денежные потоки, возникающие от продажи компанией акций или от выпуска облигаций, выплаты дивидендов.

Стоимость компании в данном случае можно представить как сумму трех элементов: приведенной (текущей) стоимости операционных денежных потоков в пределах прогнозируемого периода; приведенной стоимости операционных денежных потоков в послепрогнозный период и текущей стоимости рыночных бумаг и других неоперационных (в том числе финансовых) инвестиций. Стоимость акционерного капитала рассчитывается как стоимость компании за минусом стоимости долгового капитала. Если рассматривать ее как результат действия основных движущих факторов, то в качестве ставки рентабельности выступает средневзвешенный необходимый доход от долгового и собственного капиталов, требуемый кредиторами и

\* Вечканов Артем Сергеевич, аспирант Поволжского государственного университета сервиса, г. Тольятти. E-mail: vechkanov26@yandex.ru.

акционерами пропорционально их доле в общем капитале компании. При этом дисконтируются денежные потоки до вычета процентов, поскольку потом часть этих денежных потоков будет направлена кредиторам в виде процентов по заемному капиталу<sup>1</sup>.

Необходимо отметить, что влияние каждого фактора в отдельности может иметь неоднозначный характер, поэтому принято рассматривать их во взаимосвязи друг с другом. Часто в процессе корпоративного планирования компания может смоделировать целый ряд позитивных изменений: высокий уровень роста продаж, производственную гибкость, умеренное использование заемных средств, высокие дивиденды. Однако некоторые из изменений могут быть взаимоисключающими. Поэтому только в достаточной степени информационно подкрепленные и эффективные маркетинговые, финансовые и производственные решения могут быть реализованы. Моделирование сбалансированного роста представляет собой интегральный инструмент, помогающий принимать стратегические решения для увеличения стоимости компании<sup>2</sup>.

При исследовании влияния выделенных факторов стоимости рост прибыли может не увеличивать стоимость компании, если усиливается риск или фактическая прибыль оказывается меньше ожидаемой; быстрый рост фирмы может сопровождаться нехваткой ресурсов, что может приводить к финансовым затруднениям или даже к банкротству и т. д. Для роста стоимости необходимо, как правило, совпадение трендов динамики нескольких факторов, а также одновременное выполнение нескольких условий. Например, если предположить, что рост стоимости характеризуется показателем доходности на одну акцию (Earnings per Share - EPS), то требуется, чтобы росли не только продажи, но и еще хотя бы один из факторов (чистая прибыль или собственный капитал) либо чтобы сократилось количество акций в обращении. Прибыль, доступная акционерам в расчете на одну акцию, является результатом взаимодействия таких факторов, как оборачиваемость активов, рентабельность реализации, структура капитала компании и величина собственного капитала.

Следовательно, главное преимущество рассмотренных факторов стоимости компа-

нии заключается в том, что, помимо увеличения продаж, внимание уделяется контролю за затратами на привлечение капитала при использовании активов, а также за отдачей от инвестиций. Стоимость создается тогда, когда инвестиции показывают больший уровень рентабельности, чем требуется при том же уровне риска инвестиций в альтернативные сферы.

Согласно другому подходу, предложенному Г. Арнольдом, в отличие от методики А. Раппопорта, предлагается делать основной акцент на спред производительности (рентабельности). Разница в этих подходах заключается в следующем: Г. Арнольд фактически объединяет потребности в оборотных и внеоборотных активах в один фактор; влияние объема продаж, операционной прибыли и налогового фактора включается в фактическую ставку рентабельности; в качестве стоимости капитала в этой модели принимается необходимая ставка рентабельности как плата за привлечение различных источников финансирования. В случае такой группировки факторов модель факторов стоимости будет представлена следующими основополагающими факторами:

- 1) сумма инвестированного капитала;
- 2) фактическая ставка рентабельности капитала;
- 3) необходимая ставка рентабельности;
- 4) период планирования (для сохранения разрыва производительности).

Различие между фактической и необходимой ставками рентабельности капитала называется спредом производительности, который измеряется в процентах как разница между необходимой нормой рентабельности и альтернативной стоимостью капитала, предоставляемого инвестором. Стоимость будет создаваться, если фактическая ставка больше необходимой, и в этом случае можно говорить о возможностях достижения сбалансированного роста компании. И наоборот, стоимость будет разрушаться, если необходимая ставка больше фактической, т. е. ни о каком сбалансированном росте не может быть и речи. Таким образом, становится очевидным влияние не только внутренних факторов, но и условий и состояния финансового рынка на стоимость компании и темпы ее сбалансированного роста. Тогда основной за-

дачей финансового менеджера становится обеспечение устойчивых, стабильных, сбалансированных темпов роста компании с целью увеличения ее стоимости<sup>3</sup>.

Более подробно данный подход представлен в концепции ключевых факторов стоимости (The Key-Value-Driver Model - KVDM), предложенной А. Брейли и С. Майерсом. Основой модели KVDM является известная формула чистого денежного потока (Free Cash Flow - FCF), используемая в оценке бизнеса. В модели находят отражение четыре базовых экономических фактора, которые относятся непосредственно к формированию стоимости компании: чистая операционная прибыль, уменьшенная на скорректированные налоги (NOPLAT), отдача от инвестированного капитала (ROIC), средневзвешенная стоимость капитала (WACC) и рост ( $g$ ).

По мере того как определенные условия делают необходимым сфокусироваться на каком-то одном из указанных факторов и направить усилия на управление именно этим фактором, можно проследить влияние каждого из них на изменение стоимости компании. В целом механизм формирования стоимости компании включает в себя комбинацию в единую систему ключевых факторов стоимости. Интегрированные в единую систему, они обеспечивают мощный механизм, который приводит в действие данные факторы для создания и роста фундаментальной стоимости. Рассматриваемые переменные могут также служить своего рода сигналом для принятия управленческих решений в целях потенциального улучшения показателей стоимости, что может быть результатом альтернативных стратегий.

Стоимость компании можно рассматривать как интегральный показатель оценки уровня ее конкурентоспособности, однако конкурентоспособность является не просто фактором, а движущей силой развития компании, создания и роста ее стоимости. Именно конкурентоспособность компании дает возможность создавать ядро стоимости, т. е. реализовывать потенциальную способность компании удовлетворять потребности основного субъекта экономических отношений - потребителя. И только через реализацию этой функции как источника создания стоимости компания может достигать приращения соб-

ственной стоимости как объекта экономического интереса существующих собственников компании и ее потенциальных инвесторов. Здесь же важно отметить, что подход к фундаментальной стоимости компании как к интегрированному показателю ее функционирования обусловлен тем, что в нем интегрированы главные экономические и финансовые показатели, достаточно полно отражающие внутренний механизм компании и ее внешнее окружение (институциональная среда, количество конкурентов и т. д.). Для собственников стоимость компании является единственным критерием оценки ее экономического и финансового благополучия, по которому можно получить комплексное представление об эффективности функционирования и управления компанией.

Обеспечение неуклонного роста стоимости компании непосредственно связано с объемом инвестиций, постоянно привлекаемых и направляемых на дальнейшее развитие производства. Для определения объема инвестиций, которые целесообразно направить на обеспечение развития собственного производства и системы сбыта или оказания услуг, необходимо располагать информацией, отражающей фундаментальную стоимость предприятия. Показатели совокупной оценки потенциала стоимости предприятия и его фундаментальной стоимости являются интегральными, так как рассчитываются на основании обобщения числовых оценок ряда факторов. Согласно принципу Парето, 20% факторов стоимости вносят 80% вклада в создание стоимости компании. В методологических разработках предлагается именно их называть ключевыми факторами стоимости. С их помощью отражаются главные результаты деятельности компании, влияющие на ее стоимость.

При указанном подходе в качестве ключевого фактора может выступать любая переменная, оказывающая наиболее значимое влияние на фундаментальную стоимость компании. Каждому уровню управления компанией свойственна конкретная система ключевых факторов стоимости, которая включает в себя экономические, финансовые, инвестиционные и другие показатели. Система может содержать нормативные показатели, показатели имущественной оценки активов, де-

биторской задолженности, мотивации персонала компании и др. Каждое подразделение компании должно четко представлять, на какие факторы оно способно оказывать прямое влияние.

Выделение факторов стоимости может дать полезные результаты, поскольку позволяет исследовать вклад каждого из них в реализацию стратегии, а также разработать конкретные мероприятия для воздействия на каждый фактор. Например, для воздействия на рост продаж могут быть разработаны такие меры, как: установление конкурентоспособных цен; использование эффекта масштаба; повышение эффективности маркетинговых мероприятий; разработка логистики и отношений с дистрибьюторами; развитие системы реализации в кредит; улучшение качества продукции; послепродажное обслуживание; установление тесных взаимосвязей с компаниями по ремонту и эксплуатации и техническому обслуживанию и т. д.

Таким образом, для разработки конкретной системы ключевых факторов стоимости могут использоваться аналогичные приемы, причем каждая компания может включать в свою систему различные факторы и уже на основе выделенных факторов стоимости разрабатывать конкретные мероприятия по реализации выбранной стратегии. В качестве специфических источников создания стоимости можно использовать такие мероприятия по закреплению конкурентных преимуществ, как, например, создание высоких входных барьеров для конкурентов (патенты, торговые марки, лицензии), создание уникальных

каналов распределения, разработка новых технологий с низкими затратами.

Приведенная методика позволяет структурировать аналитическую работу, фокусируя ее на оценке ключевых факторов фундаментальной стоимости для компании, а также выстроить четкую логику и соподчиненность анализа. Главным принципом построения системы данных факторов является их согласованность на оперативном и стратегическом уровнях, а также ориентация на выявление и реализацию потенциала компании по созданию фундаментальной стоимости. Это способствует закреплению конкурентных преимуществ компании, повышению ее конкурентоспособности, инвестиционной активности и финансовой устойчивости. Как уже было отмечено, наиболее сложными вопросами являются: выбор определяющих факторов стоимости, обеспечение интегрированного подхода к воздействию на них, предупреждение возникновения конфликтов между ними, разработка и применение новых управленческих технологий для смягчения указанных конфликтов, внедрение информационно-управленческих систем для мониторинга основных показателей, использование методов математического моделирования прогнозов изменения рассматриваемых показателей.

---

<sup>1</sup> *Гукова А.В., Аникина И.Д.* Оценка бизнеса для менеджеров. М., 2006. С. 103-105.

<sup>2</sup> *Ивашковская И.В.* Моделирование стоимости компании. М., 2009. С. 255-257.

<sup>3</sup> *Волков А.С.* Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности. М., 2007. С. 178-180.

*Поступила в редакцию 30.08.2012 г.*