

## МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

КУКУКИНА И.Г., канд. экон. наук

**Освещены методологические аспекты, разработанные на основе классической концепции управления стоимостью предприятия. В основу поддержки этой концепции положены показатели, характеризующие рост собственного капитала, величину спреда и количества лет обладания спредом.**

Рыночные преобразования в России коренным образом изменили целевые установки финансового менеджмента компаний.

Т. Коупленд, Т. Коллер и Д. Мурин выделяют четыре принципа, которых необходимо придерживаться в управлении стоимостью компании [1]:

1. Обеспечение эффективности как главной цели, формирующей ключевые задачи финансовой деятельности.
2. Выделение приоритетов – стратегии и структуры, необходимых для оценки альтернатив и ресурсов в поддержку стратегических бизнес-планов.
3. Разработка целевых нормативов и показателей для таких структурных элементов, как рабочие группы.
4. Выявление зон повышенного внимания для поиска компромиссов между конкурирующими целями.

Соблюдение этих принципов предполагает формирование и дальнейшее развитие мышления на основе понятия «стоимость», что означает следующее:

- максимизацию стоимости как главную цель компании;
- разрабатываемые нормативы создания новой стоимости, выраженные в финансовых показателях;
- финансовые обстоятельства, согласованные с нефинансовыми целями.

Т. Коупленд, Т. Коллер и Д. Мурин выделяют модели, наиболее адекватные подходу к оценке рыночной стоимости компании, на основе которых можно строить политику управления добавленной стоимостью [4]:

- экономической прибыли;
- Модильяни-Миллера;
- дисконтированных денежных потоков или единого объекта оценки;
- оценки опционов.

Экономическая прибыль вычисляется разностью операционной прибыли и процентов к уплате или произведением инвестированного капитала на дифференциал рентабельности этого капитала и средневзвешенной стоимости капитала (WACC) компании. Она преобразует такие факторы стоимости, как рентабельность инвестиций и темпы роста, в единый показатель, играет роль мерила стоимости, создаваемой компанией в конкретный период времени.

Стоимость компании в модели экономической прибыли равна величине инвестированного капитала плюс надбавка или скидка в виде приведенной стоимости прогнозируемой экономической прибыли. Если компания зарабатывает на обслуживание капитала в размере WACC, дисконтированная стоимость ее свободного денежного потока будет равна величине инвестированного капитала. Если компания зарабатывает больше WACC, появляется надбавка в виде приведенной стоимости. И наоборот.

Модель Модильяни-Миллера (1961 г.) проста в понимании и полезна при обосновании ключевых факторов, влияющих на стоимость компании [6]. Эта стоимость вычисляется суммой стоимости наличных активов (экономической стоимости, капитализирующей операционную прибыль по WACC) и стоимости роста. Стоимость роста зависит от периода конку-

рентного преимущества, в течение которого рентабельность инвестированного капитала больше WACC.

Модель дисконтированного денежного потока единого объекта оценки определяет стоимость собственного капитала через стоимость основной деятельности (стоимость объекта, доступная всем инвесторам) за вычетом долговых обязательств и требований привилегированных инвесторов. Метод единого объекта оценки, пригодный как для однопрофильной, так и многопрофильной компании, позволяет разделить инвестиционные и финансовые источники стоимости для акционеров, обосновать идеологию создания новой стоимости.

Стоимость основной деятельности выражается дисконтированной стоимостью ожидаемого в будущем свободного денежного потока. Свободный денежный поток вычисляется косвенным методом. Сумма чистой прибыли и амортизации корректируется на изменения в оборотном капитале и инвестиции в основные активы.

Стоимость компании, как стоимость дисконтированных денежных потоков, можно разбить по периодам времени на две составляющие: приведенную стоимость денежного потока в течение прогнозного периода и приведенную стоимость денежного потока по завершении прогнозного периода. Второе слагаемое носит название продленной стоимости. Поскольку продленная стоимость часто является весьма значимой величиной, ее определение должно быть правильным и точным. Для оценки продленной стоимости необходимо выбрать подходящую методику расчета дисконтированного денежного потока.

Аналитический инструмент управления стоимостью компании, как стоимостная оценка методом дисконтированного денежного потока в условиях интеграции принципов управления стоимостью в процесс планирования и контроля, должен быть совершенным и в то же время удобным для анализа факторов стоимости.

Наиболее слабое звено мониторинга процесса управления стоимостью, на взгляд автора, – недостаток интегральных показателей и критериев, способных оценить эффективность управления стоимостью в динамике. Необходима разработка таких критериев, которые могли бы служить первым тревожным сигналом снижения этой эффективности.

Управление рыночной стоимостью предприятия можно рассматривать по отношению к объекту финансового менеджмента. В этом случае мы выделяем элементы управления операционной, инвестиционной или финансовой деятельностью.

Ключевым вопросом управления операционной деятельностью российских предприятий, еще не достаточно адаптировавшихся к рыночным условиям, является управление оборотным капиталом. Основными факторами влияния на потребность, структуру, ликвидность и оборачиваемость оборотного капитала являются ассортиментная политика и операционные рычаги. При этом оптимизация ассортимента даже при переходе на более ресурсоемкую и, соответственно, более рентабельную продукцию может привести к изменению политики управления оборотным капиталом в сторону более агрессивной без снижения риска ликвидности.

В качестве параметров оценки привлекательности ассортиментных позиций для предприятия можно использовать такие показатели, как эффективность использования оборотного капитала EWC и среднюю сумму оборотного капитала WC, распределяемого по каждой группе товаров. Эти показатели отражают наиболее важные с точки зрения финансового менеджмента аспекты ассортиментной политики компании: потребность в капитале и отдачу (вклад) на рубль вложенных средств.

Для того чтобы оценить эффективность использования оборотного капитала, авансированного в отдельные товары, предлагается использовать формулу оценки вклада каждой группы и ассортимента в целом в формирование потребности в оборотном капитале:

$$E_{WC_t} = \frac{GM_t}{WC_t}, \quad (1)$$

где  $E_{WC_t}$  – общая эффективность использования оборотного капитала по всем товарам за период времени  $t$ ;

$GM_t$  – общий вклад в ассортимент по всем товарам за анализируемый период  $t$ , руб.;

$WC_t$  – средняя величина распределяемого оборотного капитала по всем товарам в периоде  $t$ , руб.

$E_{WC_t}$  показывает, какой вклад в покрытие постоянных затрат и прибыль дает один рубль, авансированный в общую величину оборотного капитала предприятия.

Следует заметить, что от периода к периоду значения используемых показателей могут значительно изменяться.

Аналогично общей эффективности использования оборотного капитала, авансированного во все товары, эффективность оборотного капитала, авансированного в производство и реализацию отдельных товаров, может быть рассчитана следующим образом:

$$E_{WC_{i,t}} = \frac{GM_{i,t}}{WC_{i,t}}, \quad (2)$$

где  $E_{WC_{i,t}}$  – эффективность использования оборотного капитала, авансированного в  $i$ -й товар за период времени  $t$ ;

$GM_{i,t}$  – вклад по  $i$ -му товару за период времени  $t$ ;

$WC_{i,t}$  – средняя величина распределяемого оборотного капитала по  $i$ -му товару в периоде времени  $t$ .

Формула показывает величину маржинальной прибыли, генерируемую одним рублем оборотного капитала, авансированным в отдельные товары.

Управление инвестиционной деятельностью не обеспечит должной эффективности без рациональной инвестиционно-финансовой стратегии, построенной на управлении структурой и средневзвешенной стоимостью капитала, финансовыми рычагами.

Управление финансовой деятельностью построено на поиске компромисса между доходностью и риском, в том числе на рациональной дивидендной политике.

Гармонизация финансово-инвестиционной, маркетинговой и производственной стратегий позволит акцентировать внимание на повышении рыночной ценности бизнеса.

Классическая концепция управления стоимостью предприятия построена на «трех китах»: росте собственного капитала, величине спреда и количестве лет обладания спредом.

Главным индикатором роста собственного капитала служит положительная величина показателя внутреннего темпа роста (ВТР). Показатель ВТР может быть получен на основе той или иной факторной модели, включающей показатели, интересующие аналитика. Это могут быть основные финансовые показатели, характеризующие рентабельность продаж и оборачиваемость продаж и капитала (модель Р. Хиггинса), либо отражающие способность предприятия в управлении оборотным капиталом, либо связывающие эффективность управления ассортиментной политикой и потребность в оборотном капитале и т.п. Например, для усиления тесноты связи ВТР и эффективности управления операционными денежными потоками, учета будущих перспектив развития предприятия предлагается следующая модификация модели оценки ВТР:

$$ВТР = X1 \cdot X2 \cdot X3 \cdot X4 \cdot X5,$$

где  $X1 = \frac{\sum_{t=1}^n CIF_t \cdot (1 - d_{БД}) \cdot (1 + E_M)^{-t}}{\sum_{t=1}^n COF_t \cdot (1 + E_M)^{-t}}$  – индекс прибыльности операционной

деятельности предприятия;

$$X2 = \frac{\text{валюта баланса}}{\text{собственный капитал}}$$
 – показатель структуры капитала;

$X3 = \frac{\sum_{t=1}^n COF_t \cdot (1 + E_m)^{-t}}{\text{валюта баланса}}$  – коэффициент покрытия валюты баланса дисконтированными денежными потоками в счетах кредиторов;

$X4 = \frac{\text{ЧДД}}{\sum_{t=1}^n CIF_t \cdot (1 - d_{БД}) \cdot (1 + E_m)^{-t}}$  – доля чистого дисконтированного денежного потока

в общей сумме дисконтированного денежного притока от операционной деятельности;

$X5 = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t^+}{\text{ЧДД}}$  – коэффициент накопления денежных средств  $CF_t^+$  от операционной деятельности предприятия, направленных на развитие.

В рассматриваемой факторной модели под показателем ВДД подразумевается внутренняя доходность операционной деятельности предприятия. Она играет роль специфической ставки дисконта, уравнивающей текущую стоимость денежных оттоков и наращенную стоимость денежных притоков. Показатель  $CIF_t$  представляет собой притоки денежных средств в виде суммы оплаты за товары, работы или услуги на шаге  $t$ , а  $COF_t$  – оттоки денежных средств в виде суммы платежей, связанных с изготовлением и реализацией товаров, работ или услуг, налоговых платежей на шаге  $t$ . Показатель  $E_m$  выполняет роль ставки дисконта за месяц, где  $n$  подразумевает количество шагов в расчетном периоде ( $n = 12, \dots$ ). Показатель  $d_{БД}$  характеризует долю безнадежных долгов в операционных денежных притоках.

Данный подход целесообразно использовать при ориентации бизнеса на устойчивый экономический рост. Многофакторные модели оценки ВТР позволяют выявить рычаги воздействия и сферы деятельности предприятия, в которых принятие управленческих решений будет способствовать достижению заданных параметров внутреннего темпа роста.

Величина спреда обычно выражается разностью рентабельности постоянного (инвестированного) капитала и средневзвешенной стоимости капитала WACC.

Оценка эффективности управления операционными денежными потоками, по сути формирующими экономический потенциал предприятия, с помощью показателя ВДД также тесно связана с корпоративной стратегией бизнеса и рыночной стоимостью предприятия. Эффективность управления операционными денежными потоками можно оценить величиной спреда, выраженного разностью ВДД и ставки дисконта  $E_m$ . Для фирмы, наращивающей масштабы бизнеса, спред по операционным денежным потокам должен быть положительным.

### Список литературы

1. Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 2002.
2. Кукукина И.Г. Управление финансами. – М.: Юристъ, 2001.
3. Кукукина И.Г. Управленческий учет. – М.: Финансы и статистика, 2004.
4. Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. – NY, 2000.
5. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. – 1958. – June.
6. Modigliani F., Miller M. Corporate income taxes and the Cost of Capital: a Correction // American Economic Review. – 1963, June.