

# Управление стоимостью компании и предприятия

С.В.Валдайцев

Санкт-Петербургский  
Государственный  
Университет



# Концепция управления акционерной стоимостью предприятия

- **Shareholder Value Concept** (отличать от **Value-Based Management**) – 1984 г., А. Раппапорт
- Управление рыночной капитализацией (ценой) открытых компаний
- Управление стоимостью открытых компаний
- Управление стоимостью закрытых компаний
  - как потенциальной ценой продажи долей в них на внебиржевом рынке
  - как потенциальной выручкой предприятия от размещения дополнительных акций в результате IPO (initial public offering, первичное размещение акций на фондовой бирже)

# Концепция управления акционерной стоимостью предприятия

- **Shareholder Value Concept** (отличать от **Value-Based Management**) – 1984 г., **А. Раппапорт**
- **Управление рыночной капитализацией (ценой) открытых компаний**
- **Управление стоимостью открытых компаний**
- **Управление стоимостью закрытых компаний**
  - как потенциальной ценой продажи долей в них на внебиржевом рынке
  - как потенциальной выручкой предприятия от размещения дополнительных акций в результате IPO (initial public offering, первичное размещение акций на фондовой бирже)

# «Ценностно-ориентированный менеджмент предприятия» (Value-Based Management)

- **В интересах и акционеров, и кредиторов («stakeholders»)**
- **Управление справедливой рыночной стоимостью всего инвестированного в предприятие (в имущественный комплекс фирмы) капитала**
  - **отсюда, кстати, относительно новая традиция работать в оценке бизнеса со свободными денежными потоками**
- *Отчасти «политкорректность», отчасти действительная забота о кредиторах*

# Управление рыночной капитализацией компании

Во времена кризиса фондового  
рынка – труднее!!!



## Основные факторы роста рыночной капитализации компании

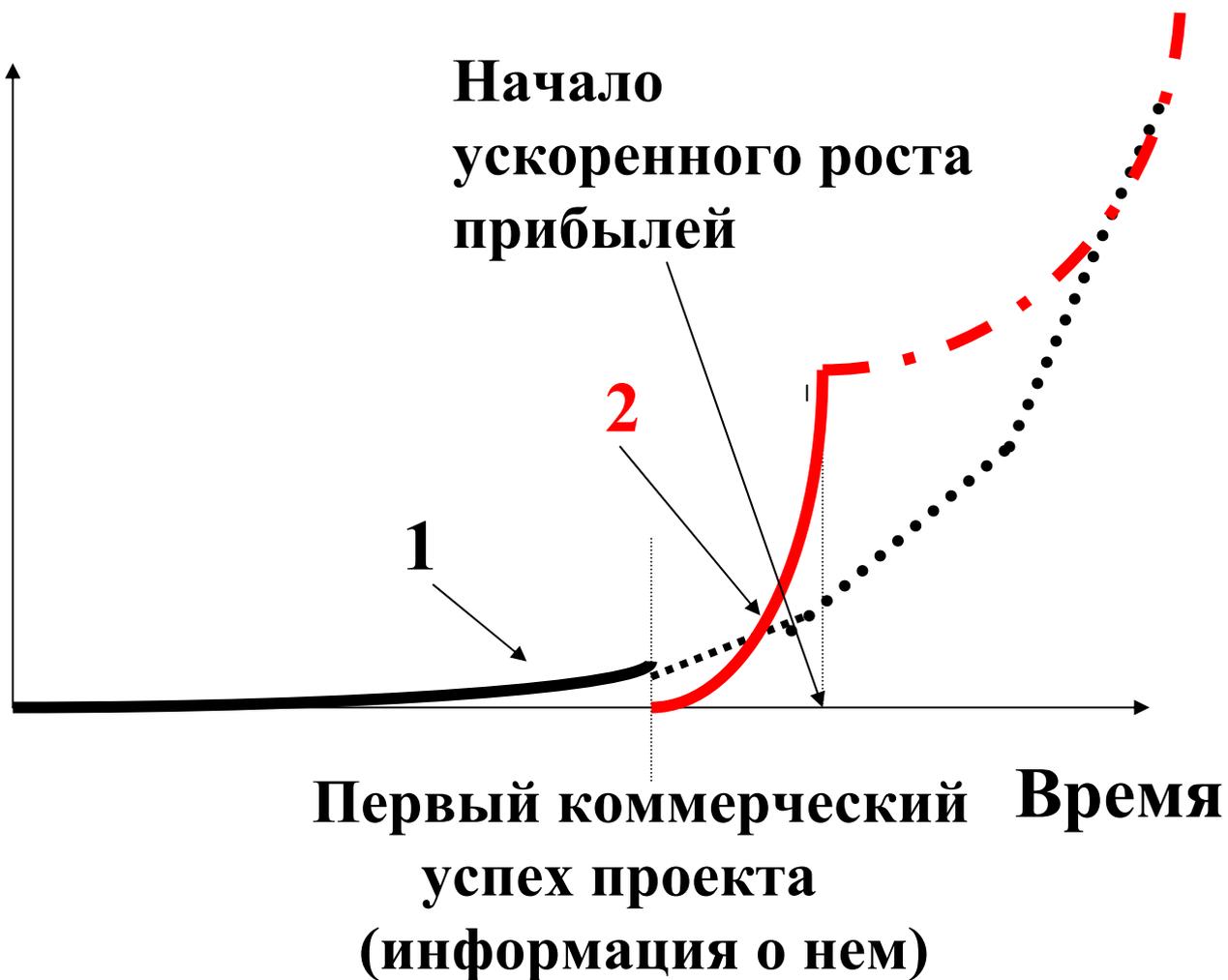
- **Фактические финансово-хозяйственные показатели за отчетный период (год, квартал)**
- **Объявляемые компанией и своевременно корректируемые ею прогнозы этих показателей на текущий период (год, квартал)**
- **Реструктуризация предприятия, в т.ч.:**
  - реструктуризация хозяйственной деятельности **(снятие с производства неперспективной и освоение новой перспективной продукции)**
  - реорганизация и рост инвестиционной привлекательности
- **Крупные инновационные проекты**

## **Основные факторы роста рыночной капитализации компании - продолжение**

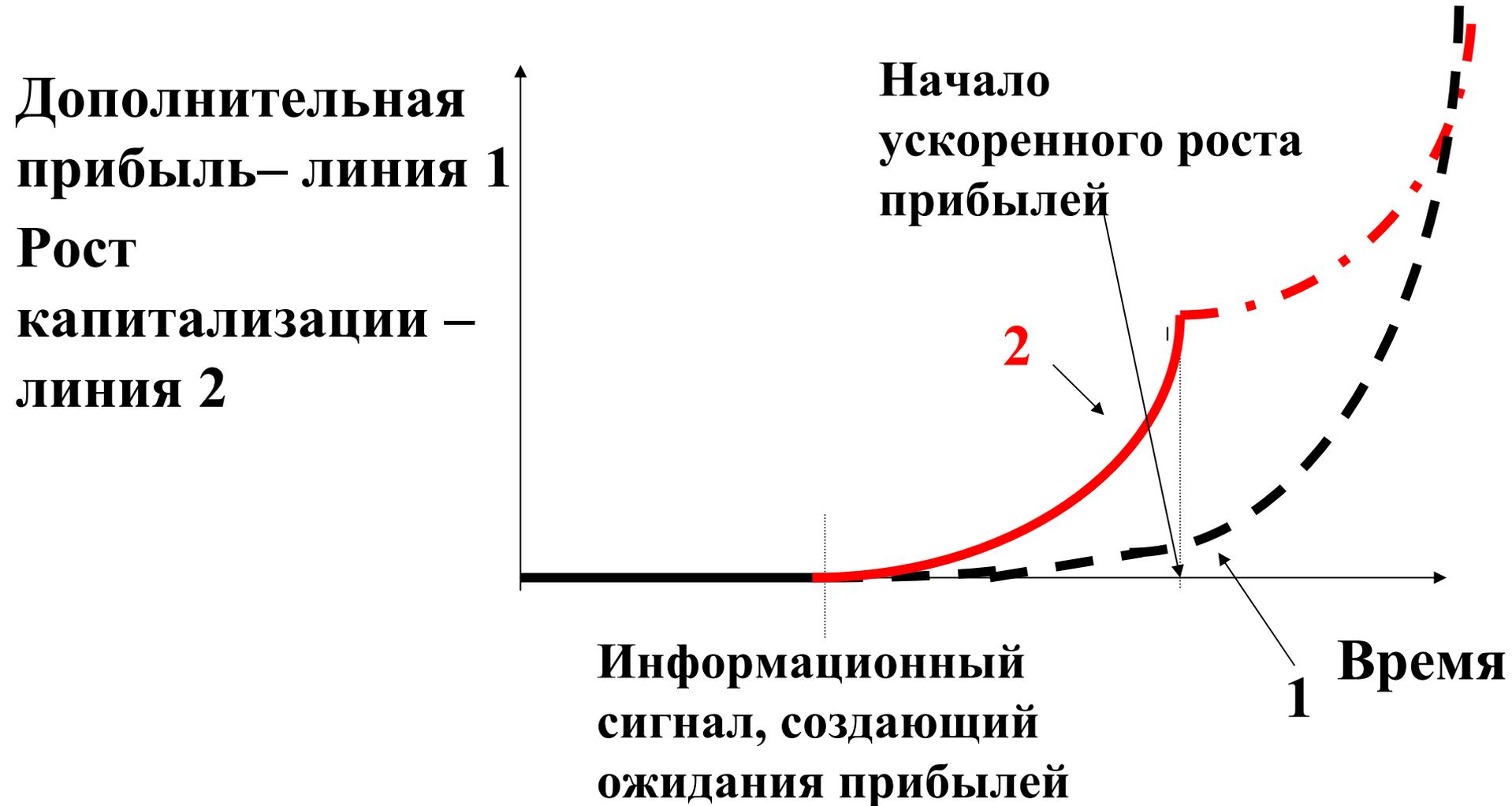
- **Реконструкция (инвестиции в основной капитал), обновление технологий и оборудования**
- **Обзаведение растущими в цене активами, синергия активов**
- **Слияния и поглощения**
- **Увеличение информационной прозрачности**
- **Социальная отчетность**

# Стандартный эффект крупных инновационных проектов

Дополнительная  
прибыль – линия 1  
Рост  
капитализации –  
линия 2



# Еще более ранний эффект крупных инновационных проектов



# **Эффект реструктуризации хозяйственной деятельности**

- **Аналогичен эффекту крупных инновационных проектов, но предполагает :**
  - **рост стоимости предприятия после выявления тренда роста продаж новой продукции и доли предприятия на перспективных целевых рынках**
  - **меньшие риски для новых инвесторов**

# Прочие управляемые компанией факторы ее рыночной капитализации **Ненадежно!**

- Выкуп компанией своих акций с фондового рынка (в том числе через посредников)
- Дополнительные эмиссии своих акций или акций дочерних компаний
- Операции с производными от своих акций финансовыми активами или контрактами
- Работа со средствами массовых коммуникаций, рейтинговыми агентствами и пр.

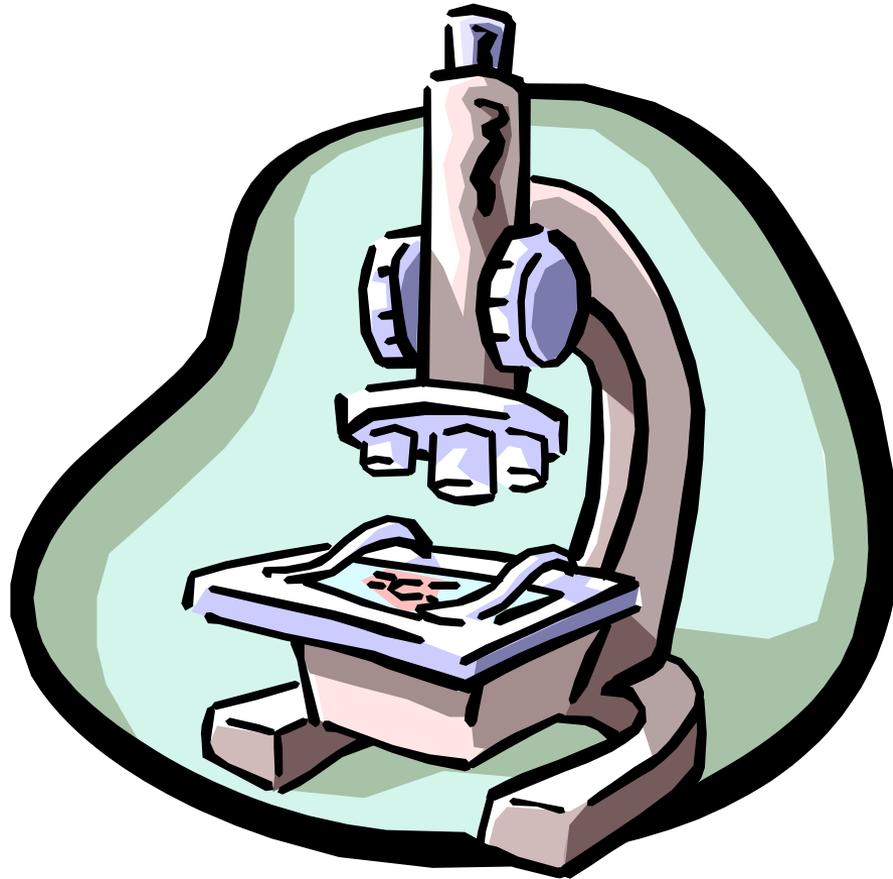
**Оценка инвестиционного проекта венчурного инвестора ( $NPV_{\text{инвестора}}$  В отличие от  $NPV_{\text{проекта компании}}$ )**

$$NPV_{\text{инвестора}} = -MV_{t=0} \times d_{\text{пак}} + \left( \sum_{t=1}^T \frac{Div_{\text{пак}t}}{(1+WACC_{\text{инв}})^t} \right) + (MV_{t=T} \times d_{\text{пак}}) / (1+WACC_{\text{инв}})^T, \text{ где:}$$

$$MV_{t=T} = ЧП_{\text{план, } t=T} \times (P/E)_{\text{отр}}, \text{ где:}$$

$ЧП_{\text{план, } t=T}$  - согласно уточненному на  $t=0$  бизнес-плану  
**(«первый Чикагский метод»)**

# Управление [справедливой] рыночной стоимостью предприятия и компании



# Модели управления стоимостью предприятия и компании в рамках концепции “Value-Based Management”



Модели «добавляемой  
стоимости» (типа  
Value Added):

- Модель EVA
- Модель CVA
- Модель AV
- Модель MVA
- Модель RIM

**EVA** : стоимость собственного капитала компании - *альтернативная (в рамках доходного подхода)* модификация с остановкой предприятия

$$СК^* = (\sum \text{Изб. Акт}^* - ЗК) - \sum_{t=1}^T \frac{I_{\text{пл}_t}}{(1+WACC_{\text{пл}})^t} +$$

+ Текущий эквивалент добавляемых вследствие  $I_{\text{пл}}$  стоимостей

$- d_{ЗК_{\text{пл}}} \times I_{\text{пл}}$  - Продав. Активы\* (включая закрываемые депозиты)

Среднегодовая добавляемая стоимость

$$= I_{\text{пл}} \times (\overline{ROIC_{\text{пл}}} - WACC_{\text{пл}})$$

Текущий эквивалент (капитализация) добавляемых стоимостей

Среднегодовая добавляемая стоимость

=

$WACC^*$

# Стандартные факторы стоимости компаний (“Value Drivers”) в EVA - продолжение

- продаваемые для финансирования проектов активы
- возможная потеря при их продаже или утилизации
- $T$  – продолжительность инвестиционного процесса с остановкой производства
- увеличение задолженности ( $\Delta ZK = d_{ZK_{пл}} \times I_{пл}$ ) из-за неспособности профинансировать инвестиции из собственного капитала

# **Модель CVA (Cash Value Added)**

**Модель CVA является разновидностью модели EVA**

**- с той разницей, что вместо показателя NOPLAT используется показатель чистого операционного денежного потока (Net Operating Cash Flow)**

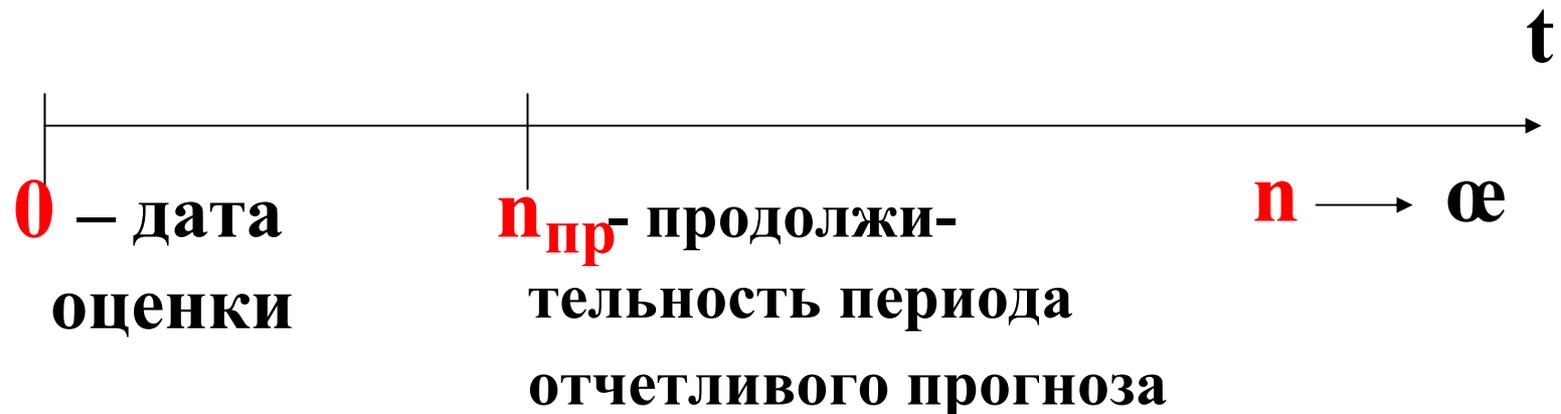
**Отстаивается Бостонской Консультационной Группой в качестве наиболее корректной и не зависящей от системы учета в компании**

**Использование для управления  
стоимостью акционерного капитала  
предприятия доходного подхода к  
оценке бизнеса**

**Надежное  
старое  
средство**



# Обычная конфигурация во времени прогноза денежных потоков и расчета рыночной стоимости бизнеса в доходном подходе



**$MV =$  Текущая стоимость денежных потоков  
в пределах  $n_{пр}$   $+$  Текущая стоимость  
капитализации (реверсии) денежных потоков  
в период после  $n_{пр}$**

# Управление [справедливой] рыночной стоимостью собственного капитала компании

- ✓ Основано на оптимизации плана развития бизнеса, т.е. на моделировании того:
  - во что и когда сначала инвестировать,
  - в каком масштабе инвестировать,
  - какую от этого и когда затем получать отдачу в дальнейших денежных потоках,
  - как финансировать планируемые инвестиции (из каких собственных источников, на каких условиях заемного финансирования)
- ✓ Это в первую очередь касается ближайших лет («прогнозного периода»)
- ✓ Учитывается также вклад «пост-прогнозного периода»

# Требования Федерального Стандарта Оценки №1 (ФСО-1) к оценке рыночной стоимости доходным подходом

- Оценка должна подразумевать принцип наиболее эффективного использования объекта оценки
- Рыночной стоимостью считается максимальная стоимость при наиболее эффективном использовании объекта оценки (ст. 10 части 2 ФСО-1)
- **Следовательно: (1) справедливая стоимость компании – это текущая стоимость денежных потоков компании, ожидаемых согласно наилучшему варианту бизнес-плана компании; (2) работа оценщика заключается и в его моделировании**

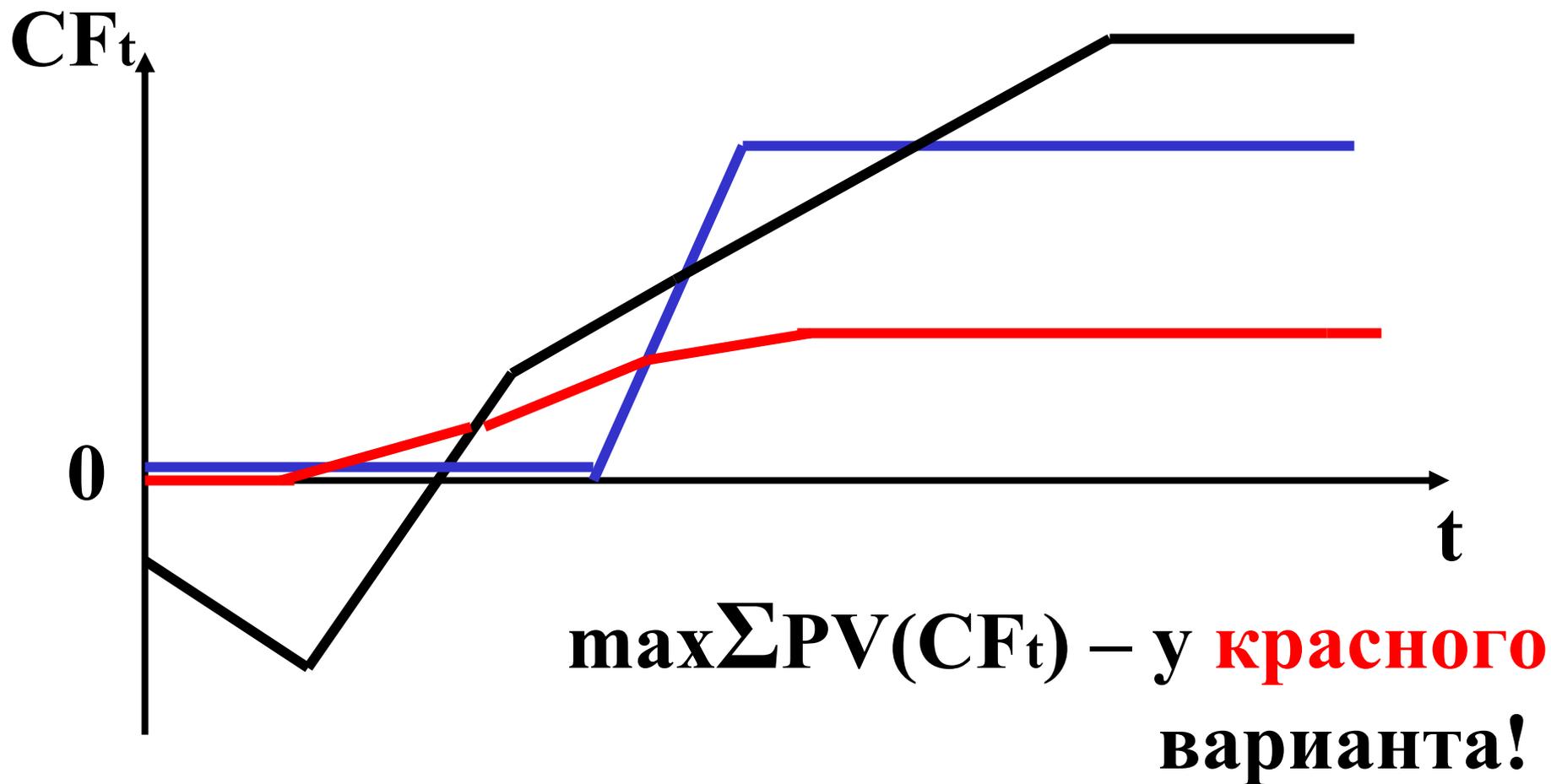
# Моделируемые для максимизации рыночной стоимости собственного капитала денежные потоки

$$\begin{aligned}
 CF_t = & \sum_{a=1}^A \sum_{e=1}^E (P_{aet} \times Q_{aet}) - \sum_{a=1}^A \left( \sum_{j=1}^J P_{jat} \times k_{jat} \right) \times \sum_{e=1}^E Q_{aet} - \\
 & - C_{Ft}^* - Pr_t - НнП_t - ЧПрочН_t - I_t - \\
 & - ПрирСОС_t + Увел.Зад_t - Умен.Зад_t - \\
 & - ФВ_t + ПродЦБ_t + ПроцД_t + ПродОФ_t + \\
 & + ПродОбФ_t + ВБДеп_t + ЧРА_t + \\
 & + Проч.Изб.АКТ_t^*
 \end{aligned}$$

## Моделирование зависимостей между:

- инвестициями  $I_t$  в повышение качества продукта и его ценами  $P_{aet}$ ;
- инвестициями  $I_t$  во внедрение ресурсосберегающих технологий и коэффициентами  $k_{jat}$  удельного расхода покупных ресурсов на единицу готовой небракованной продукции и в целом переменными издержками;
- инвестициями  $I_t$  в продвижение продукта и объемами его продаж  $Q_{aet}$ ;
- параметрами заключаемых кредитных соглашений (по процентной ставке  $i_{кр}$  и графику погашения основного долга) и абсолютными суммами процентных платежей  $Pr_t$ ,
- потребностью, с одной стороны, в инвестициях в основные фонды предприятия  $I_t$  и инвестициях в его оборотные фонды  $PrirCOC_t$  и, с другой стороны, возможностями привлечь для этих инвестиций средства с использованием  $ПродЦБ_t$ ,  $ПродД_t$ ,  $ПродОФ$ ,  $ПродОбФ$ ,  $ВБДеп_t$  и  $ЧРА_t$

**Возможные в результате моделирования  
разных вариантов бизнес-плана  
конфигурации ожидаемых денежных  
потоков во времени и по величине**



# Современные модели управления стоимостью в общем менеджменте

- «Система сбалансированных целевых показателей» (Balanced Scorecard)
- Модель «Скандия-Навигатор»
- Модель Хорвата и партнеров

