

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

ВОСКАНЯН РОЗА ОГАНЕСОВНА

ДОЦЕНТ, КАНД. ЭКОН. НАУК, ДОЦЕНТ КАФЕДРЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

VOSKANIAN.RO@REA.RU

СОДЕРЖАНИЕ КУРСА

Дисциплина изучается в течение модуля (март – апрель 2020 года). Заканчивается зачётом в письменном виде (2 теоретических вопроса, по 20 баллов каждый).

Согласно п. 3.18. Положения о рейтинговой системе оценке успеваемости и качества знаний студентов в РЭУ им. Г.В. Плеханова, студент получает оценку «зачтено» при наборе более, чем 50 баллов течение модуля.

1. Посещаемость – 20 баллов.
2. Текущий и рубежный контроль (тестирование 16.04 у 2-й группы, 7.04 у 3-й группы) – 20 баллов.
3. Творческий рейтинг (решение задач и ответы на вопросы в ауд. [10 баллов], групповое задание [10 баллов]) – 20 баллов.
4. Промежуточная аттестация (зачёт) – 40 баллов.

СОДЕРЖАНИЕ КУРСА

Тема 1. Управление компанией на основе концепции стоимости. Сущность, цели, задачи, базовые принципы

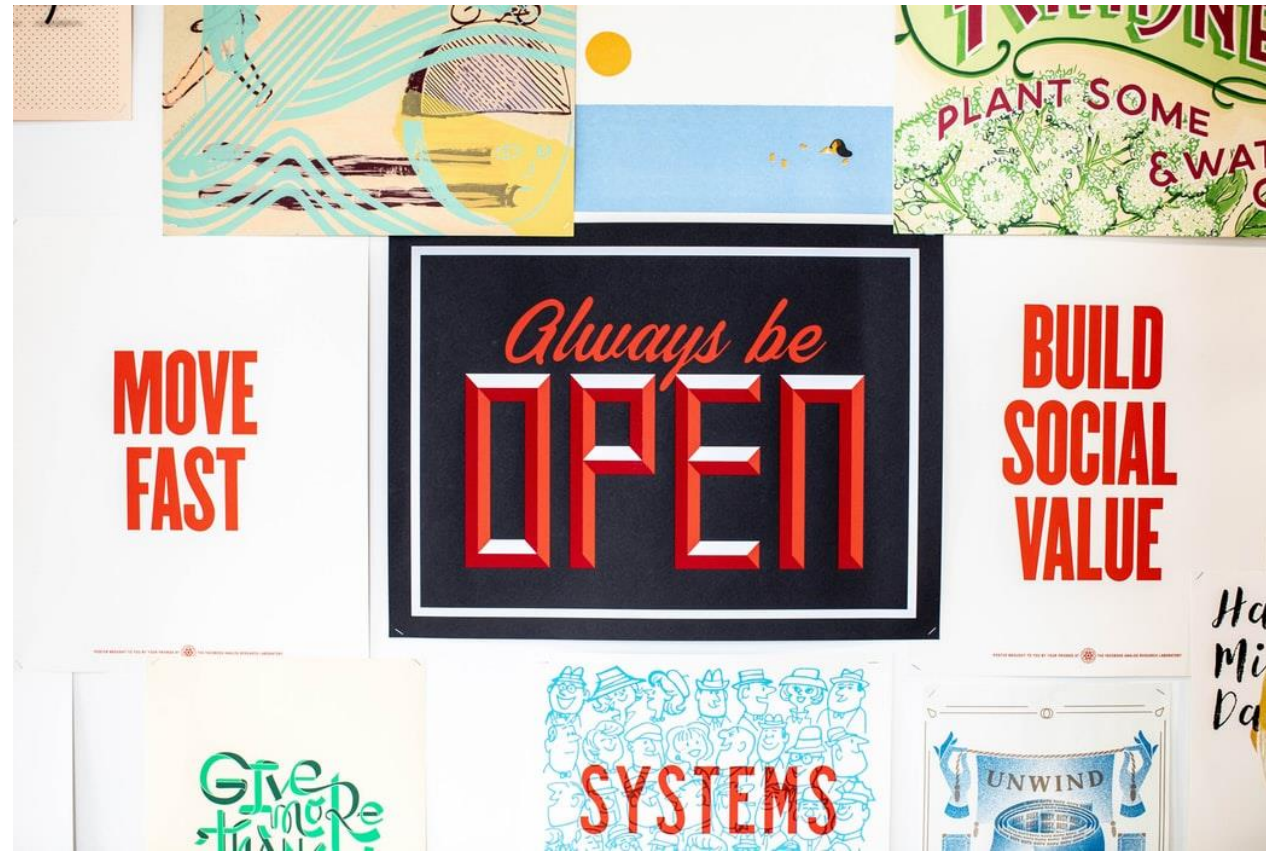
Тема 2. Сущность, преимущества и особенности применения основных подходов к оценке стоимости бизнеса

Тема 3. Разработка системы показателей VBM, ориентированных на создание стоимости.

Тема 4. Основные факторы, влияющие на стоимость компании(драйверы стоимости)

Тема 5. Методы оценки и управления денежными потоками компании на основе концепции стоимости

СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ КАК ЦЕЛЕВАЯ ФУНКЦИЯ УПРАВЛЕНИЯ



Максимизация благосостояния собственников

Концепция гарантирует, что в длительной перспективе инвесторы будут обеспечивать компанию капиталом, поддерживая её дальнейший рост и развитие.

Благосостояние собственников может увеличиваться за счёт выплачиваемых дивидендов, а также роста курсовой стоимости акций.

Стоимость компании определяется ее способностью создавать в будущем свободные денежные потоки и уменьшать уровень риска, связанный с неопределенностью их формирования.

Концепция управления стоимостью сводится к обеспечению непрерывного роста рыночной стоимости акций компании и, соответственно, самой компании.

Value-Based Management, VBM, или ценностно-ориентированный менеджмент

Управление компанией на основе концепции стоимости (Value-Based Management, VBM, или ценностно-ориентированный менеджмент) – представляет собой систему управления финансово-хозяйственной деятельностью компании, целью которой является постоянное увеличение стоимости компании (рыночной стоимости ее акций) за счет осознанного воздействия менеджмента компании на основные факторы стоимости и оценки эффективности принимаемых финансово-инвестиционных решений только по критерию их влияния на итоговые показатели стоимости.

Предпосылки возникновения ценностно-ориентированного менеджмента

Поиск путей анализа результатов деятельности руководства компании.

Поиск наиболее значимого критерия результативности деятельности компании для собственников.

1. Увеличение количества компаний в форме акционерных обществ.
2. Финансовая глобализация.
3. Повышение привлекательности акций как инструмента накопления и сбережения.

Росту популярности VBM способствует и подтвержденный практикой факт – экономика, ориентированная на собственников (акционеров) работает лучше.

Принципы ценностно-ориентированного менеджмента

1. При планировании и подведении итогов деятельности основным критерием результативности является созданная компанией стоимость.
2. Внедрение в процесс управления системы показателей, характеризующих создаваемую стоимость для оценки результатов деятельности и эффективности процесса управления.
3. Разработка мотивационных схем и систем поощрения менеджеров компании, имеющих в основе критерий создания стоимости для акционеров.
4. Оценка долгосрочных инвестиционных решений только на основании стоимостных критериев.
5. Наличие налаженного канала эффективного обмена информацией со всеми участниками финансово рынка для их своевременного оповещения о различных проектах компании и их перспективах с точки зрения создания стоимости.
6. Работа финансового директора и всей финансовой службы, подчиненная концепции создания стоимости.

Этапы процесса управления СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

1. Определение точки отсчета – оценка текущей рыночной стоимости компании.
2. Разработка системы показателей VBM, ориентированных на создание стоимости.
3. Выявление ключевых факторов (драйверов) стоимости, выбор метода их анализа и учета.
4. Анализ и оценка вклада различных подразделений компании в итоговую стоимость.
5. Разработка эффективной системы контроля над деятельностью компании, вознаграждения и поощрения менеджеров с позиции роста стоимости.

Цели оценки стоимости компании

- Оценочная деятельность. Подразумевается оценка любого объекта с целью его продажи или покупки (таким образом можно оценивать недвижимость, ценные бумаги, отдельные активы, компании целиком)*.
- Управленческая деятельность. Определение стоимости компании осуществляется с целью оценки эффективности деятельности менеджмента, выявления потенциала дальнейшего роста и разработки стратегии дальнейшего развития в интересах собственников компании.

* Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ (ред. от 28.11.2018) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» // СЗ РФ. 1998. № 31. ст. 3813.

Классификация целей оценки компании со стороны различных субъектов оценки

Субъект оценки	Цели оценки
Компания как юридическое лицо	<ul style="list-style-type: none">- оценка эффективности управления компанией;- разработка планов развития компании;- составление объединительных и разделительных балансов при реструктуризации;- оценка целесообразности покупки других компаний;- оценка эффективности реализуемых инвестиционных проектов.
Собственник	<ul style="list-style-type: none">- выбор варианта распоряжения собственностью;- обоснование цены купли-продажи бизнеса или его доли.
Кредитные учреждения	<ul style="list-style-type: none">- проверка финансовой дееспособности заемщика;- определение размера ссуды, выдаваемой под залог.
Страховые компании	<ul style="list-style-type: none">- установление размера страхового взноса;- определение суммы страховых выплат.
Фондовые биржи	<ul style="list-style-type: none">- расчет конъюнктурных характеристик;- проверка обоснованности котировок ценных бумаг.
Инвесторы	<ul style="list-style-type: none">- оценка целесообразности инвестиционных вложений,- определение допустимой цены покупки компаний с целью включения его в инвестиционный проект.
Государственные органы	<ul style="list-style-type: none">- подготовка компании к приватизации,- определение облагаемой базы для различных видов налогов,- установление выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства,- оценка для судебных целей.

Виды стоимости объекта оценки в зависимости от целей процесса оценки

- 1) рыночная;
- 2) инвестиционная;
- 3) ликвидационная;
- 4) кадастровая.

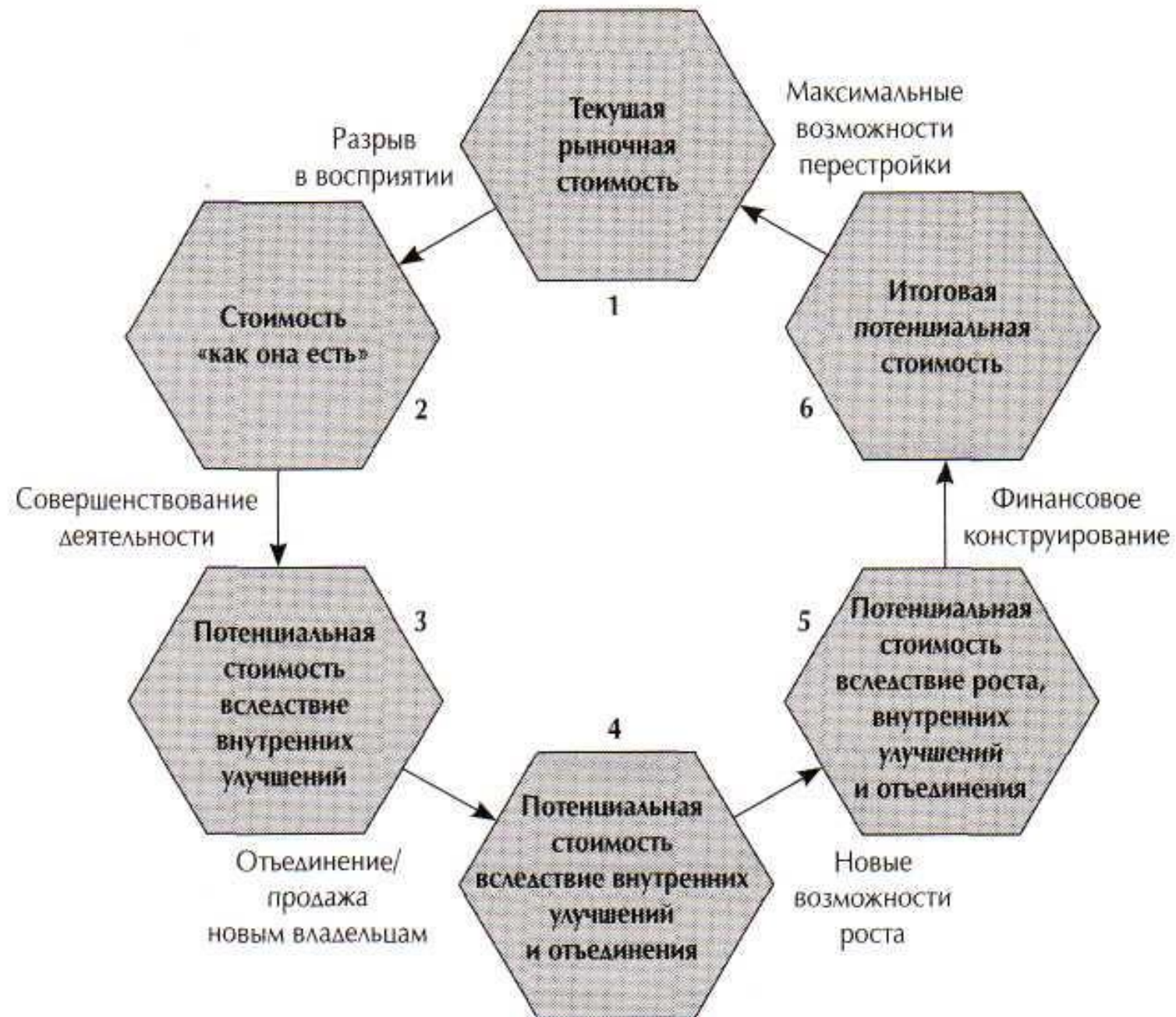
Иные виды стоимости

- рыночная капитализация бизнеса (Market Capitalization of Equity) - произведение рыночной котировки акции на число выпущенных акций;
- текущая рыночная стоимость (рыночная капитализация акции) - стоимость данной ценной бумаги в соответствии с ее котировкой на фондовой бирже;
- справедливая рыночная стоимость (Fair Market Value) - наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства;
- внутренняя, или фундаментальная, стоимость (Fundamental Value) - стоимость, которую инвестор на основе оценки или доступных фактов рассматривает как «истинную» стоимость, и которая станет рыночной стоимостью, когда остальные инвесторы придут к такому же заключению.

Равенство текущей рыночной стоимости, фундаментальной и справедливой стоимости всегда имело бы место на эффективном рынке.

Основные подходы к управлению компанией на основе концепции стоимости

- подход Коупленда, Мурина, Коллера **подразумевает использование понятия текущей рыночной стоимости акций;**
- подход Дамодарана **подразумевает использование справедливой стоимости акций,** делая акцент на приведенной стоимости будущих денежных потоков компании.



Основные правила создания СТОИМОСТИ

1. На реальном рынке вы создаете стоимость, если зарабатываете на инвестированном капитале больше альтернативных издержек привлечения капитала.
2. Чем больше средств вы инвестируете с доходностью выше затрат на капитал, тем больше стоимости вы создаете.
3. Следует выбирать такие стратегии, которые максимизируют приведенную стоимость ожидаемых денежных потоков или, что тоже самое, экономическую добавленную стоимость.
4. Рыночная цена акций равна их подлинной стоимости, которая определяется рыночными ожиданиями будущих результатов компании, но сами рыночные ожидания могут не совпадать с объективными прогнозами будущих результатов.
5. Доходность для акционеров больше зависит от изменения ожиданий, нежели от фактических результатов деятельности компании.

Подход Дамодарана

концентрируется на практических аспектах оценки будущих денежных потоков, которые и определяют ценность бизнеса

Чтобы конкретное действие создавало стоимость, его результатом должно явиться:

- увеличение свободных денежных потоков, создаваемых уже осуществленными инвестициями;
- рост ожидаемых темпов роста операционной прибыли;
- увеличение длительности периода быстрого роста компании;
- снижение стоимости используемого инвестиционного капитала.

Подход Дамодарана

Действия, влияющие на текущую рыночную цену акций в краткосрочной перспективе, но не на справедливую стоимость:

- ❖ выплата дивидендов акциями или дробление акций изменяют количество долей акционерного капитала компании, но не влияют на ее способность генерировать у будущем свободные денежные потоки;
- ❖ изменение учетной политики, способа начисления амортизации и т.п. также не повлияет на будущие денежные потоки, но изменит некоторые показатели бухгалтерской отчетности, в результате чего может измениться рыночная стоимость компании;
- ❖ дополнительная эмиссия акций или облигаций на базе имеющихся у компании активов также не увеличит стоимость, если при этом сохранится структура капитала (соотношение собственных и заемных средств).

Подход Дамодарана

Действия, приводящие к увеличению стоимости бизнеса:

1. Увеличение денежных потоков от уже совершенных инвестиций.
2. Увеличение ожидаемого роста.
3. Снижение стоимости финансовых ресурсов.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ В СОВРЕМЕННОЙ ФИНАНСОВОЙ ПРАКТИКЕ

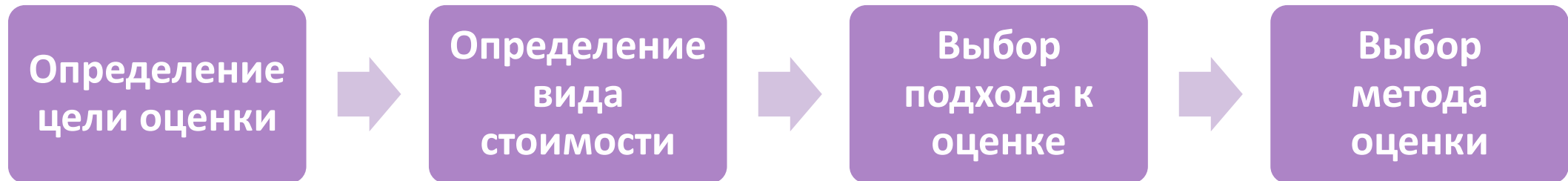


Методы оценки стоимости компании

Подходы	Методы оценки
Доходный	<ol style="list-style-type: none">1. Метод дисконтирования денежных потоков (DCF)2. Метод капитализированного дохода3. Метод добавленной экономической прибыли (EVA)
Рыночный (сравнительный)	<ol style="list-style-type: none">1. Метод компании-аналога2. Метод сделок3. Метод отраслевых коэффициентов
Затратный (имущественный)	<ol style="list-style-type: none">1. Метод чистых активов2. Метод ликвидационной стоимости

Использование разных подходов будет давать разные оценки стоимости, однако разные методы в рамках доходного подхода должны давать один и тот же результат при корректной оценке.

Этапы процесса принятия решения об оценке стоимости



Доходный подход

1. Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) соответствует определению справедливой стоимости компании как приведенной стоимости денежного потока, то есть суммы будущих свободных денежных потоков по всем видам деятельности, приведенных к настоящему моменту.
2. Метод капитализированного дохода представляет собой оценку постоянного бесконечного денежного потока, при которой в качестве ставки дисконтирования используется соответствующий коэффициент капитализации.
3. Метод добавленной экономической прибыли (EVA, Economic Value Added) основан на оценке стоимости компании как суммы инвестированного на начальный момент капитала и приведенной стоимости будущего потока экономической добавленной прибыли.

Этапы оценки стоимости доходным подходом

Этап 1. Определение горизонта прогнозирования и оценка продленной стоимости (для методов DCF и EVA)

Для случая бесконечного денежного потока с **постоянными элементами** CF, приведенная стоимость рассчитывается по формуле:

$$PV = CF / i$$

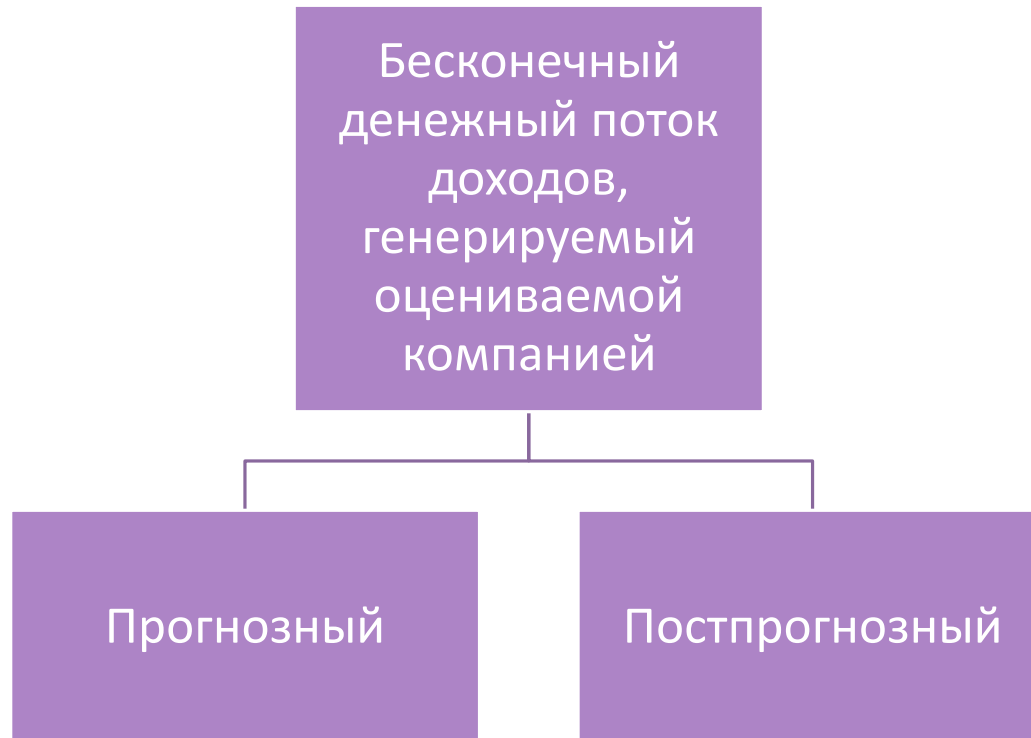
Для расчета приведенной стоимости неограниченного во времени **постоянно растущего денежного потока**, то есть потока, элементы которого растут с постоянной ставкой роста g , используется формула:

$$PV_g = CF / (i - g),$$

где g – ставка роста элементов денежного потока.

При этом расчет по данной формуле имеет смысл, если ставка роста g меньше используемой для дисконтирования ставки i .

Бесконечный денежный поток



**Приведенная стоимость
бесконечного денежного
потока = Приведенная
стоимость денежного
потока в прогнозном периоде
+ Приведенная стоимость
денежного потока в
продленном периоде,
приведенная к настоящему
моменту времени**

Показатели, необходимые для оценки стоимости денежного потока в прогнозном периоде и продленной стоимости

NOPAT (EBIAT), Net Operating Profit After Tax – чистая операционная прибыль после уплаты налога = прибыль до уплаты процентов и налога (EBIT) - налог на прибыль.

FCF, Free Cash Flow - свободный денежный поток, определяется как разница между NOPAT и чистыми инвестициями NI. Для того, чтобы итоговая стоимость не оказалась неоправданно завышенной, на постпрогнозный, не ограниченный во времени период, прогнозируется более медленный рост NOPAT по сравнению с прогнозным периодом, обычно, на уровне среднеотраслевых показателей.

ROIC, Return on Invested Capital - рентабельность инвестированного капитала, отношение **NOPAT** к величине капитала задействованного в соответствующем периоде. Ожидаемая рентабельность нового инвестированного капитала в постпрогнозный период также берется на планируемом среднеотраслевом уровне.

g – темпы роста. Наилучший показатель – ожидаемые темпы роста в данной отрасли плюс поправка на инфляцию.

WACC, Weighted Average Cost of Capital - средневзвешенная стоимость капитала, учитывающая требуемую инвесторами доходность, соответствующую уровню риска компании.

IR, Investment Rate - норма инвестирования. $IR = g / ROIC$ или $g = IR \times ROIC$.

Величина продленной стоимости

В модели дисконтированного денежного потока продленная стоимость CV_{FCF} рассчитывается по формуле:

$$\begin{aligned} CV_{FCF} &= FCF_{t+1} / (WACC - g_I) = [NOPAT_{t+1} - NI_{t+1}] / (WACC - g_I) = \\ &= [NOPAT_{t+1} (1 - g_I / ROIC_I)] / (WACC - g_I), \text{ где} \end{aligned}$$

FCF_{t+1} – элемент свободного денежного потока в первый год продленного периода;

$NOPAT_{t+1}$ – чистая операционная прибыль в первый год постпрогнозного периода;

NI_{t+1} – чистые инвестиции в первый год постпрогнозного периода;

$ROIC_I$ – ожидаемая рентабельность нового инвестированного капитала (приростная рентабельность);

g_I – ожидаемые темпы роста NOPAT в бессрочной перспективе.

В модели добавленной экономической прибыли продленная стоимость рассчитывается по формуле:

$$CV_{EVA} = EVA_{t+1} / WACC + [NOPAT_{t+1} (g_I / ROIC_I) (ROIC_I - WACC)] / [WACC \times (WACC - g_I)], \text{ где}$$

EVA_{t+1} – добавленная экономическая прибыль в первый год постпрогнозного периода.

Этапы оценки стоимости доходным подходом

Этап 2. Планирование будущего свободного денежного потока FCF (для метода DCF)

$$FCF_E = NP + \text{Амортизация} - \text{Изменение чистого оборотного капитала}$$

- Капитальные затраты (чистые инвестиции) + Изменение долгосрочного и краткосрочного заемного капитала

где NP (Net Profit) – чистая прибыль.

$$FCF_F = EBIT - \text{Налог на прибыль} + \text{Амортизация} - \text{Изменение чистого оборотного капитала} - \text{Капитальные затраты (чистые инвестиции)}$$

Этапы оценки стоимости доходным подходом

Этап 3. Расчет средневзвешенной стоимости капитала WACC, которая используется в качестве ставки дисконтирования

$$WACC = r_e \times w_e + r_d \times w_d(1 - T)$$

При расчете стоимость собственного капитала, оценивается, как правило, в соответствии с моделью CAPM (Capital Assets Pricing Model).

Сравнительный (рыночный) подход

Особенностью сравнительной оценки является учет в стоимости компании двух аспектов:

- реальные рыночные цены на акции схожих компаний;
- фактически достигнутые данной компанией финансовые результаты.

Применение сравнительного подхода требует выполнения ряда условий:

- наличие развитого финансового рынка;
- открытость рынка и доступность всей необходимой информации;
- наличие специальных служб, собирающих и накапливающих необходимую информацию.

Методы сравнительного подхода

- ❖ метод компании-аналога (метод рынка капитала) – его применяют, когда оценивается стоимость неконтрольного пакета акций;
- ❖ метод сделок - целесообразен для оценки стоимости всей компании или контрольных пакетов акций;
- ❖ метод отраслевых коэффициентов – используется, как правило, для предприятий малого бизнеса и предполагает наличие рекомендуемых рассчитанных соотношений между стоимостью бизнеса и определенными финансовыми показателями деятельности предприятия.

Затратный (имущественный) подход

Стоимость капитала для собственников =
Суммарная стоимость активов – Суммарные
обязательства

Модели оценки стоимости денежных потоков компании в системе VBM



Учет фактора времени в оценке денежных потоков

1. **Проценты, процентный доход, I (Interest)** – доход от предоставления капитала в долг в различной форме (ссуды, кредиты и т.д.), владения каким-либо финансовым активом, либо от инвестиций производственного или финансового характера.
2. **Первоначальная денежная сумма, первоначальный капитал, PV (present value)** – величина капитала, имеющегося на начальный момент времени (или величина капитала, вкладываемого в рассматриваемую операцию); либо текущий эквивалент будущей денежной суммы.
3. **Процентная ставка, i (interest rate)** – величина, характеризующая интенсивность начисления процентов. Всегда подразумеваются годовые процентные ставки, то есть ставки, характеризующие возможность получения дохода за год.
4. **Наращение** – увеличение первоначальной денежной суммы за счет присоединения начисленных процентов (приведение денежной суммы к будущему моменту времени).
5. **Наращенная (будущая) денежная сумма, FV (future value)** – сумма первоначального капитала и начисленных процентов, будущий эквивалент текущей денежной суммы.
6. **Дисконтирование** – определение текущего финансового эквивалента будущей денежной суммы (приведение будущей денежной суммы к настоящему моменту времени).
7. **Коэффициент (множитель) наращения** – величина, показывающая, во сколько раз изменился первоначальный капитал.
8. **Период начисления, (n)** – период времени, в течение которого начисляются проценты (длительность финансовой операции). Период начисления всегда выражается в годах (также как процентные ставки всегда задаются годовыми), являться как целым, так и нецелым числом.
9. **Интервал начисления** – минимальный промежуток времени, по прошествии которого начисляются проценты. Период начисления может состоять из одного или нескольких интервалов начисления.

Способы начисления процентов



Аннуитетный поток

Период аннуитета – постоянный временной интервал между двумя последовательными поступлениями.

Срок аннуитета – интервал времени от начала первого до конца последнего периода.

$$PVA = \frac{CF}{i} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right]; FVA = CF \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

Если срок аннуитета n не ограничен, имеет место случай **вечного аннуитета**, приведенная стоимость которого рассчитывается по следующей формуле:

$$PVA^{\infty} = \frac{CF}{i}$$

Понятие «будущей стоимости» для вечного аннуитета не имеет смысла.

Доходность и стоимость финансовой операции

Доходностью финансовой операции называется такая процентная ставка (годовая, декурсивная) при использовании которой в качестве ставки дисконтирования текущий финансовый эквивалент будущей денежной суммы совпадает с вложенным капиталом.

YTM (Yield to Maturity) – «полная доходность» или «доходность к погашению» для оценки доходности покупки облигации.

IRR (Internal Rate of Return) – «внутренняя норма доходности» для оценки доходности инвестиционного проекта.

Понятие стоимости финансовой операции аналогично понятию доходности и характеризует операцию с точки зрения заемщика капитала (или эмитента, если речь идет, например, об облигационном займе).

Оценка стоимости капитала компании

Стоимость капитала играет ключевую роль в принятии финансово-инвестиционных решений, характеризуя минимально приемлемый уровень доходности инвестиций, который должны обеспечить реализуемые инвестиционные проекты, чтобы в результате не уменьшилась рыночная стоимость компании и не сократился совокупный капитал собственников.

Оценка стоимости заёмного капитала

Ключевая особенность - наличие конкретного известного заранее денежного потока, генерируемого операцией по привлечению заемных средств.

На стоимость заемного капитала компании влияют:

- базовая процентная ставка (ставка под которую выдан кредит или купонная ставка по облигационному займу);
- дополнительные расходы заемщика/эмитента (все расходы, которые несет компания помимо выплачиваемых процентов);
- если дополнительные расходы существенны, стоимость кредитных ресурсов будет различной при различных вариантах погашения кредита;
- эффект налогового щита ;

Расчёт стоимости заёмного капитала

Если дополнительные издержки не существенны:

$$r_d = i \times (1 - T)$$

Если дополнительные издержки существенны:

$$D = \frac{CF_1}{(1+r_{d1})^{t_1}} + \frac{CF_2}{(1+r_{d1})^{t_2}} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r_{d1})^{t_n}}$$

t_n – срок, прошедший с момента привлечения капитала до выплаты суммы CF_t ,

CF_t – совокупные расходы заемщика, связанные с обслуживанием задолженности,

D – объем привлеченного капитала.

Стоимость собственного капитала

Компания не должна зарабатывать доходность на собственные акции меньше, чем ожидает рынок (инвесторы, собственники, акционеры).

В качестве величины стоимости акционерного капитала логично взять именно ставку требуемой доходности по обыкновенным акциям компании.

Ценовая модель рынка капитала (CAPM, Capital Assets Pricing Model)

$$r_e = r_f + (\bar{r} - r_f)\beta$$

r_f – ставка доходности по безрисковым
вложениям;

\bar{r} – средняя по рынку доходность;

β – фактор (коэффициент) риска конкретной
компании.

Модель Гордона

$$r_e = \frac{D_1}{P_m \times (1-l)} + g$$

P_m - рыночная цена одной акции (цена размещения),

D_1 - дивиденд, выплачиваемый в первый год,

g – ставка роста дивиденда (в относительной величине),

l – ставка, характеризующая расходы на эмиссию (в относительной величине).

Модель, в основе которой лежит оценка доходности облигационного займа

$$r_e = YTM + (r_{ms} - r_{mb})$$

YTM – доходность к погашению облигационного займа (полная доходность), рассчитанная на момент оценки

r_{ms} - средняя доходность на рынке акций

r_{mb} - среднерыночная доходность облигаций

Модель прибыли на акцию

$$r_e = \frac{EPS}{P_m}$$

EPS – величина прибыли на одну акцию;

P_m – рыночная цена одной акции.

Результат, полученный с применением данной модели, напрямую зависит от используемых в компании стандартов бухгалтерской отчетности, что должно учитываться аналитиками в процессе оценки и принятия дальнейших решений

Оценка стоимости нераспределенной прибыли

Стоимость нераспределенной прибыли принимается равной стоимости обыкновенных акций компании.

Если акционерный капитал оценивается по модели Гордона, выражение для расчета стоимости нераспределенной прибыли примет следующий вид:

$$r_p = \frac{D_1}{P_m} + g$$

Никакая другая модель оценки не выделяет и не учитывает эмиссионные издержки, поэтому в случае использования любой модели, кроме модели Гордона, нет никакой разницы в оценке стоимости акционерного капитала и нераспределенной прибыли

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

$$WACC = w_e r_e + w_d r_d (1 - t)$$

w_e, w_d – соответственно доли собственного капитала, заёмного капитала;

r_e, r_d – стоимости соответствующих частей капитала;

t – ставка налога на прибыль.

Для получения корректных оценок при расчете величин собственного и заемного капитала необходимо учитывать их рыночную стоимость, а не балансовую.

С помощью величины WACC можно рассчитывать как среднюю цену уже имеющихся у компании средств, так и дополнительно привлекаемых средств для финансирования будущих проектов.

Основные показатели ценностно-ориентированного менеджмента

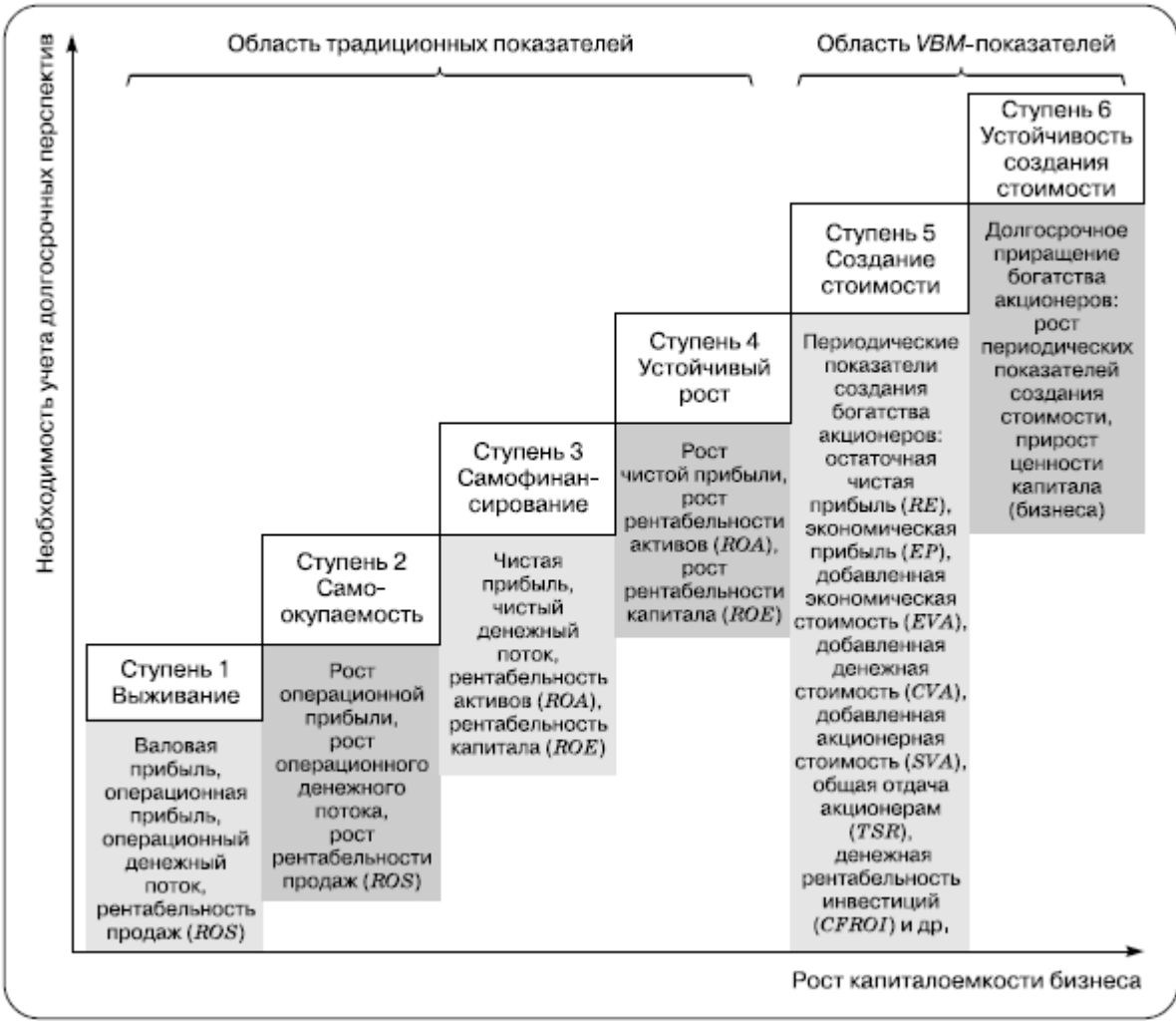


Требования, предъявляемые к VBM-показателям, по сравнению с традиционными бухгалтерскими показателями

- ❖ обязательное отражение изменения стоимости компании для поставщиков капитала (прежде всего собственников, акционеров) за отчетный период и предоставление однозначной оценки эффективности управления компанией с позиции удовлетворения интересов собственников, то есть роста их благосостояния;
- ❖ легкость расчета и интерпретации показателя, наглядность полученного результата для различных групп пользователей;
- ❖ возможность выделения факторов стоимости, то есть использования не только для оценки итогового результата, но и для возможности совершенствования системы управления, выявления потенциала роста стоимости;
- ❖ возможность оценки вклада различных подразделений и направлений деятельности компании в создаваемую стоимость;
- ❖ отражение эффективности предпринимаемых менеджментом компании усилий, направленных на достижение целевых показателей стоимости компании.

Соответствие стадий жизненного цикла компании и показателей ее деятельности

На сегодняшний день
наиболее распространенные
показатели, на которых
строится ценностно-
ориентированный
менеджмент – MVA, TSR, EVA,
SVA, CVA и CFROI



Показатели, основанные на данных бухгалтерской отчетности

Основа – экономическая прибыль EP (Economic Profit), которую также называют иногда остаточной прибылью RI (Residual Income), представляющей собой разницу между бухгалтерской прибылью и затратами на используемый капитал.

Остаточная операционная прибыль ReOI (Residual Operation Income) рассчитывается как разница между чистой операционной прибылью (NOPAT) и издержками, связанными с обслуживанием заемного и собственного капитала.

Остаточная чистая прибыль ReE (Residual Earnings) – чистая прибыль за вычетом затрат на собственный капитал.

MVA, Market Value Added - рыночная добавленная стоимость

Добавленная рыночная стоимость — это показатель, который характеризует разницу между рыночной капитализацией компании и величиной ее чистых активов, отраженных в бухгалтерском балансе.

**MVA = Рыночная стоимость долга + рыночная капитализация – первоначальный
инвестированный капитал = Рыночная капитализация компании — Стоимость чистых активов
(собственного капитала) по балансу компании**

В относительном выражении как коэффициент «рыночная стоимость / инвестируемый капитал»

MVA, Market Value Added - рыночная добавленная стоимость

ПРЕИМУЩЕСТВА

- очевидность и легкость расчета и интерпретации результата;
- отражение прироста благосостояния собственников.

НЕДОСТАТКИ

- не дает представления о том, за счет каких факторов и в какой период была создана сегодняшняя стоимость (в текущем году или несколько лет назад)
- MVA не дает возможность оценить вклад отдельных подразделений или направлений деятельности компании в создание стоимости.
- данный показатель применим только для компаний, акции которых торгуются на бирже.

Economic Value Added (EVA) – экономическая добавленная стоимость

EVA – единственный показатель, полностью отслеживающий весь процесс создания стоимости компании.

Добавленная экономическая стоимость (EVA) — это мера денежной добавленной стоимости, созданной инвестициями или портфелем инвестиций.

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC = NOPAT - WACC \times IC$$

IC – инвестированный капитал;

ROIC – рентабельность инвестированного капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

MVA = приведенная стоимость всех будущих EVA

СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC = NOPAT - WACC \times IC$$

$$V = IC + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{EVA}{(1+WACC)^j} - D_0 ,$$

D_0 – размер заёмного капитала на дату оценки

СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Стоимость компании = Инвестированный капитал + дисконтированная EVA от текущих проектов + дисконтированная EVA от будущих инвестиций

Economic Value Added (EVA) – экономическая добавленная стоимость

ПРЕИМУЩЕСТВА

- характеризует прирост стоимости компании, давая результат, аналогичный методу дисконтированного денежного потока;
- является инструментом для измерения добавочной стоимости, создаваемой инвестициями;
- является показателем эффективности решений менеджмента: положительное значение EVA свидетельствует о росте стоимости компании, отрицательное – о ее уменьшении;
- служит инструментом для анализа рентабельности инвестированного капитала (ROIC), давая возможность определить сумму денежного потока, заработанного за счет инвестиций;
- базируется на оценке стоимости капитала, как средневзвешенном значении затрат, связанных с использованием различных финансовых инструментов, позволяет учитывать ожидания инвесторов и кредиторов в отношении риска и доходности;
- дает возможность оценить эффективность отдельных инвестиционных проектов, бизнес-единиц или отдельных направлений деятельности компании.

НЕДОСТАТКИ

- рост EVA в рассматриваемом периоде может сопровождаться снижением общей величины стоимости компании;
- на величину показателя EVA (как и любого показателя, базирующегося на концепции остаточного дохода) существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала (если она занижена, то созданная добавленная стоимость высокая, если завышена, то наоборот низкая).

Показатели, основанные на рыночных оценках

Total Shareholder Return (TSR) – полная доходность для акционеров - показатель складывается из курсового роста акций и суммы выплаченных дивидендов за рассматриваемый период.

TSR = (рыночная цена акции на конец периода – рыночная цена акции на начало периода + сумма выплаченных дивидендов) / рыночная цена акции на начало периода

Преимущества данного показателя:

- являясь относительным показателем, TSR является универсальным инструментом сравнения эффективности деятельности любых компаний различных отраслей любых стран мира.
- не требует использования данных бухгалтерской отчетности и проведения соответствующих корректировок, наиболее легкий для расчета показатель.

Показатели, основанные на рыночных оценках

P/E – соотношение цена - прибыль

Данный показатель рассчитывается как отношение сформированной рынком цены на одну обыкновенную акцию к показателю «прибыль на акцию» (EPS, Earnings per Share).

$$P/E = P_m / EPS$$

где P_m - рыночная цена акции.

$$EPS = (\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}) / \text{Количество обыкновенных акций в обращении}$$

Показатели, основанные на будущих денежных потоках

Shareholder Value Added (SVA) – акционерная добавленная стоимость, разница между стоимостью акционерного капитала после и до определённой операции.

Анализ динамики показателя и его значения за отчётные периоды позволяет дать оценку результативности принятия управленческих решений руководством компании при осуществлении инвестиционной политики и определить, была ли создана добавочная акционерная стоимость.

Стоимость компании = Начальный инвестированный капитал + Суммарная приведенная SVA будущих инвестиций

Показатели, основанные на будущих денежных потоках

Cash Value Added (CVA) – денежная добавленная стоимость / остаточный денежный поток, т.е. оставшиеся у акционеров средства после возмещения затрат, связанных с привлечением и обслуживанием капитала компании.

В качестве характеристики эффективности инвестиционной деятельности используется операционный денежный поток*.

Непосредственно учитываются издержки, связанные с привлечением и обслуживанием капитала из разных источников, т.е. величина WACC.

$$\text{CVA} = \text{AOCF} - \text{WACC} \times \text{TA}$$

AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) – операционный денежный поток после необходимых корректировок;

TA – суммарные скорректированные активы.

* OCF = Чистый доход + Износ и амортизация +/- Единовременные корректировки +/- Изменение оборотных средств.

Факторы, влияющие на стоимость компании (драйверы стоимости)



Увеличение стоимости бизнеса может быть достигнуто за счет:

- 1) снижения издержек, связанных с привлечением финансовых ресурсов;
- 2) увеличения рентабельности вложенного капитала;
- 3) увеличения объемов капитала, инвестируемого с рентабельностью, превышающей стоимость;
- 4) увеличение продолжительности периода роста компании или периода, в котором компания имеет конкурентные преимущества.

Принципы определения детерминантов стоимости по Коупленду

- ❖ факторы стоимости должны быть непосредственно связаны с созданием стоимости для акционеров и доведены до всех уровней компании (всех звеньев организационной структуры);
- ❖ факторы стоимости должны быть выражены не только в финансовой, но и в операционной форме;
- ❖ факторы стоимости должны отражать как текущую деятельность, так и долгосрочные перспективы роста

Критерии выбора ключевых факторов

1. Стадия жизненного цикла производимой продукции
2. Чувствительность результирующего показателя к различным факторам стоимости
3. Потенциал улучшения фактора
4. Риск, связанный с деятельностью компании

Классификация факторов стоимости

- факторы, определяющие эффективность операционной деятельности;
- факторы, определяющие эффективность инвестиционной деятельности;
- факторы, определяющие эффективность финансовой деятельности;
- факторы, влияющие на показатели, отражающие стратегическую эффективность деятельности компании.

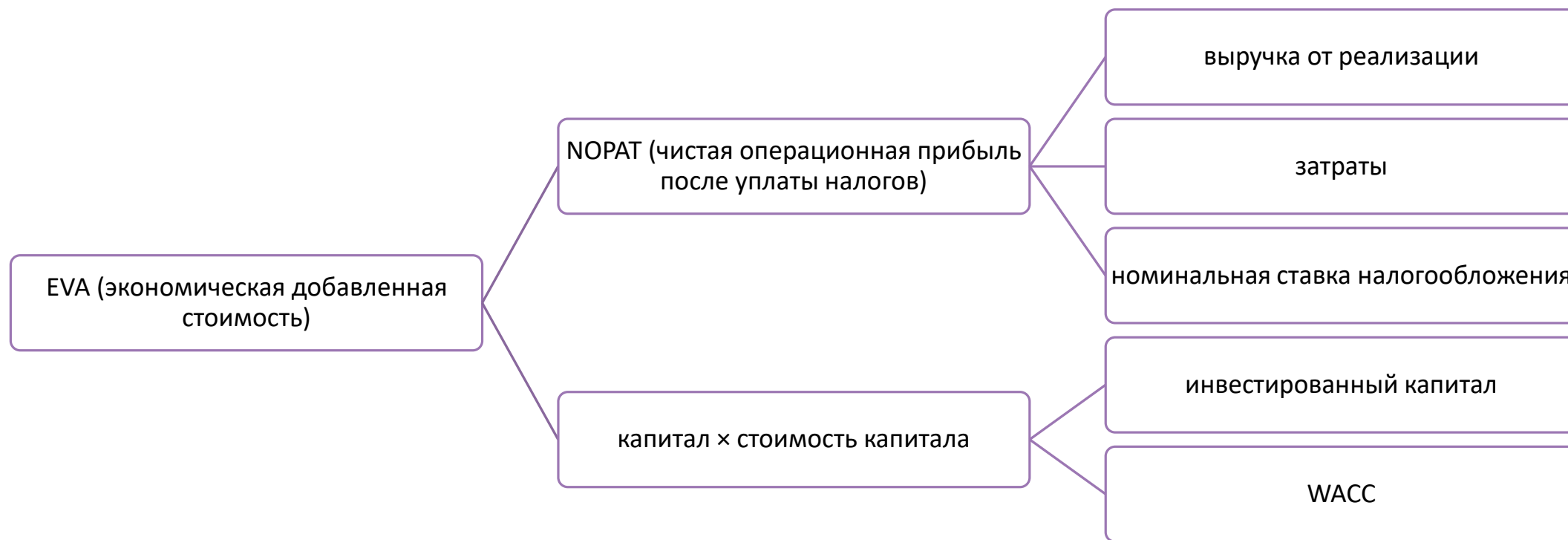
Стратегическая эффективность

$$EVA = (ROIC - WACC) \times CI = NOPAT - WACC \times CI$$

Три, входящих в базовую формулу показателя соответствуют трем направлениям деятельности компании:

- операционной (рентабельность инвестированного капитала, ROIC);
- финансовой (стоимость привлечения инвестируемого капитала, WACC);
- инвестиционной (объем вложенного капитала, CI).

Факторы, оказывающие влияние на показатель EVA



Финансовые и не финансовые факторы

Под финансовыми факторами понимаются факторы, которые оказывают прямое воздействие на итоговые показатели эффективности деятельности компании и результат влияние которых может быть количественно измерен в каких-либо единицах.

К нефинансовым факторам стоимости следует относить такие факторы, действие которых не может иметь непосредственного количественного измерения, но оказывает влияние на итоговый результат.

Дивидендная политика компании



Денежный поток



```
graph TD; A[Денежный поток] --> B[дивиденды за период владения акцией]; A --> C[ожидаемая цена акций на конец периода владения]
```

дивиденды за
период владения
акцией

ожидаемая цена
акций на конец
периода владения

Формы выплаты дивидендов

- денежная;
- акциями;
- выкуп собственных акций;
- выбор – получить дивиденды в наличной форме или реинвестировать их в дополнительные акции посредством выкупа акций на вторичном рынке или же дополнительной эмиссии.

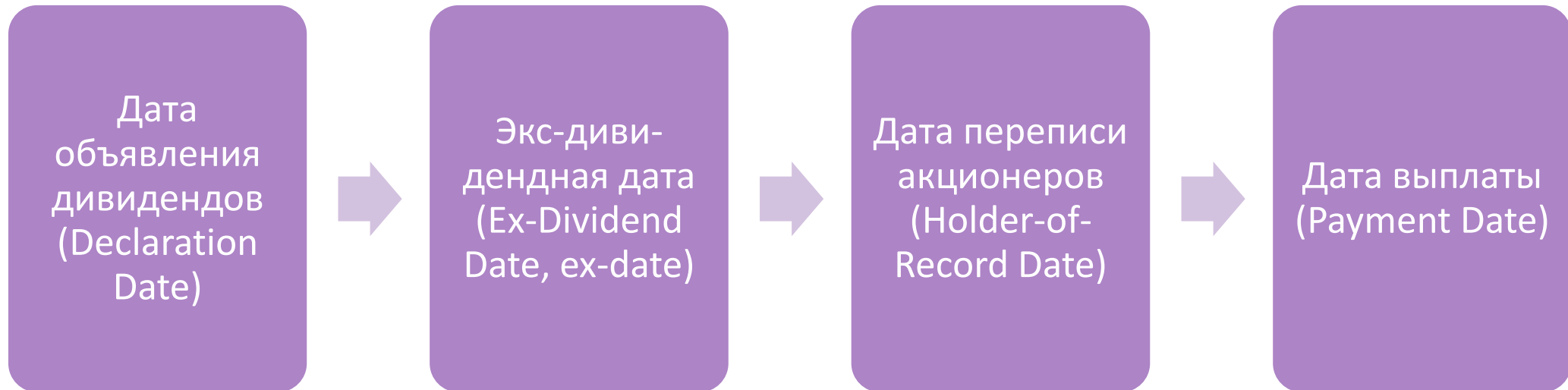
Типы дивидендов

- регулярные дивиденды, выплачиваемые на периодической основе;
- дополнительные дивиденды (например, в случае получения сверхприбыли в данный период);
- специальные дивиденды (дополнительные разовые дивидендные выплаты);
- ликвидационные дивиденды, выплачиваемые в случае ликвидации предприятия или его части и др.

Источники выплаты дивидендов

- чистая прибыль;
- нераспределённая прибыль прошлых периодов;
- специальные фонды.

Процедура выплаты дивидендов



Суть дивидендной
политики заключается в
определении
оптимального
соотношения между долей
прибыли,
реинвестируемой в
компанию, и
распределяемой между
собственниками.



Основные теории взаимосвязи дивидендной политики и стоимости компании

1. Теория иррелевантности дивидендов Модильяни-Миллера (1961 г., статья «Дивидендная политика, рост и оценка акций»).
2. Теория М. Гордона и Дж. Линтнера.
3. Теория налоговой дифференциации Р. Литценбергер и К. Рамасвами.
4. Сигнальная теория.

Теория «прибыльного реинвестирования»

Получила активное распространение в конце 1990-х годов. Чем выше темпы роста прибыли в прошлом, тем охотнее инвесторы и спекулянты соглашались с политикой низких дивидендов.

Факторы предпочтения низких дивидендов

- при выплате дивидендов может потребоваться размещение дополнительных акций, что повлечет за собой транзакционные издержки, неопределенность времени получения капитала, разбавление контрольного пакета и снижение прибыли на одну акцию;
- менеджеры не любят платить дивиденды, так как они предпочитают наращивать бюджет фирмы, иногда даже в ущерб интересам акционеров;
- кредиторы часто запрещают выплату дивидендов до полного погашения задолженности, так как выплата дивиденда увеличивает финансовый рычаг и снижает рейтинг заемщика;
- налоги на прирост капитала могут быть меньше, чем на дивиденды, или в будущем может ожидаться снижение налоговых ставок, поэтому выплаты лучше отсрочить.

Факторы предпочтения высоких дивидендов

- инструмент удержания акционеров от продажи акций;
- сигнал акционерам, что с компанией всё в порядке;
- в ситуации прогнозируемого повышения налога на дивиденды, предпочтительно выплатить высокие дивиденды до повышения налога на них.

Формула Джеймса Е. Уолтера

$$P = [D + ROI \cdot (EPS - D) / i] / i$$

*i - требуемая доходность по акциям данной компании;
 D – дивиденд выплачиваемый на одну акцию.*

Модель Гордона

Первый сценарий, когда темп прироста дивидендов равен нулю:

$$P = \frac{D_0}{r}$$

Второй сценарий, когда темп прироста дивидендов постоянен:

$$P = \frac{D_1}{r-g} = \frac{D_0(1+g)}{r-g}$$

Третий сценарий, когда темп прироста дивиденда меняется:

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^i}$$

Совокупный доход акционеров

$(P1-P0+D1)/P0$, где

$P0$ – цена акции в начале периода;

$P1$ – цена акции в конце периода;

$D1$ – выплачиваемый дивиденд.