

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

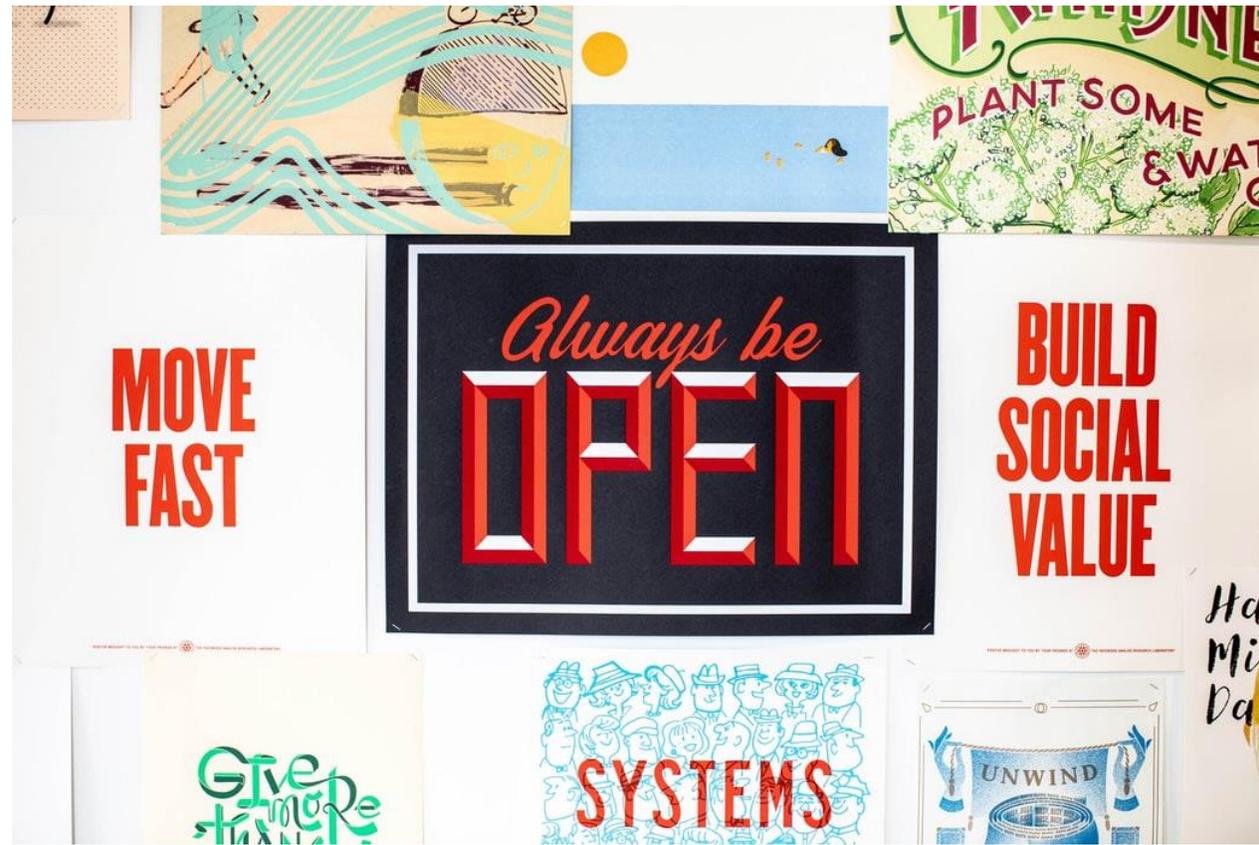
Тема 2. Сущность, преимущества и особенности применения основных подходов к оценке стоимости бизнеса

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.

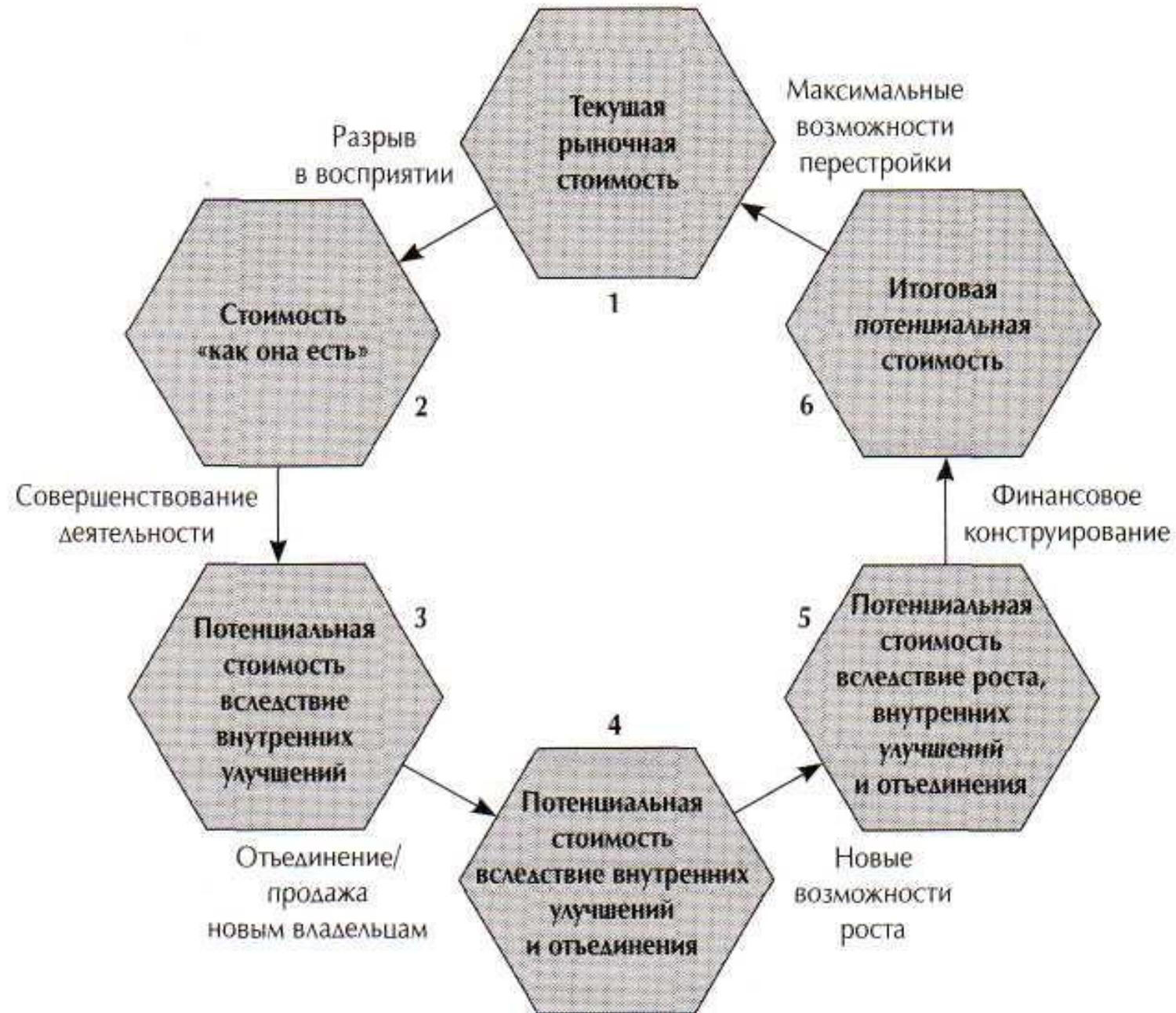
Иные виды стоимости

- 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

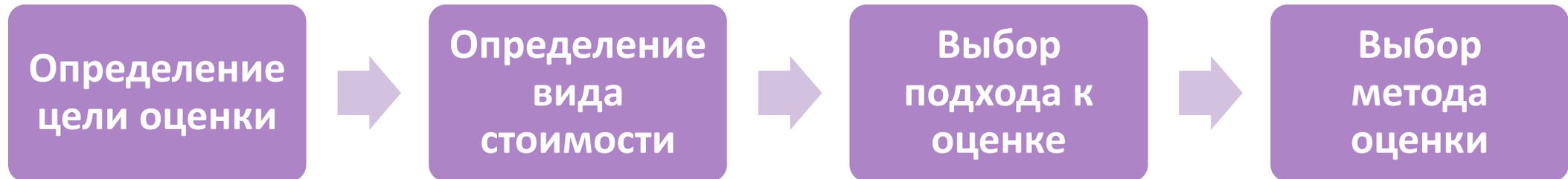


Методы оценки стоимости компании

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:

$$PV = CF / i$$

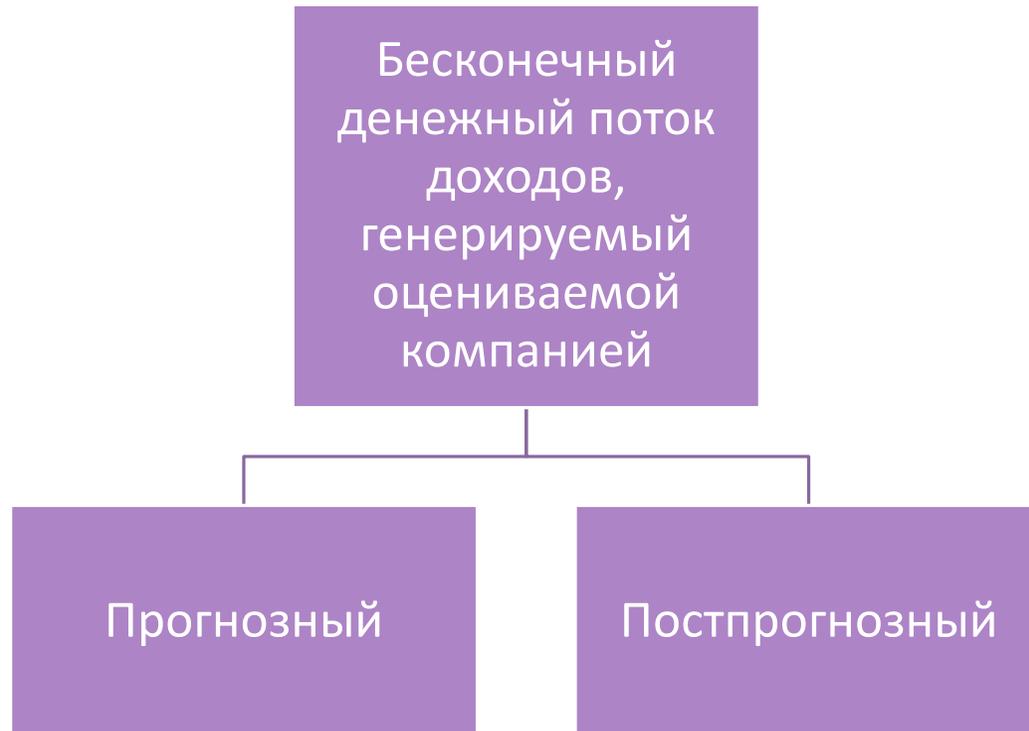
Для расчета приведенной стоимости неограниченного во времени *постоянно растущего денежного потока*, то есть потока, элементы которого растут с постоянной ставкой роста g , используется формула:

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

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 постпрогнозном периоде 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