

Доходный подход в управлении стоимостью предпринимательской структуры

В данной статье обсуждаются основополагающие концепции доходного подхода, рассматривается обоснование управления стоимостью на основе дисконтированных предпринимательских доходов. В статье приводятся рекомендации к применению данного подхода для целей стратегического планирования предпринимательской деятельности, как учитывающего размер компании, доступ к капиталу, ассортимент товаров и услуг, качество управления, долю рынка и клиентскую базу, уровни ликвидности и заемного финансирования, а также общую рентабельность, денежный поток и предпринимательские риски.

Фундамент, лежащий в основе доходного подхода, — это правило приведенной ценности, или стоимости, согласно которому ценность любого актива соответствует приведенной ценности ожидаемых денежных потоков, приходящихся на данный актив. Денежные потоки различаются в зависимости от вида актива — это могут быть дивиденды (в случае акций), денежные поступления после уплаты налогов (в случае реализованных проектов). Ставка дисконтирования есть функция хозяйственного риска ожидаемых денежных потоков. При этом более высокие ставки приписываются более рискованным активам, а пониженные — проектам с большей безопасностью. Разберем эти две составляющие более подробно: сначала докажем, почему чистый денежный поток измеряет стоимость с наибольшей достоверностью, затем определим, как ставка дисконтирования отражает предпринимательский риск, представляющий собой неопределенность результатов хозяйственной деятельности.

Создание стоимости компании в конечном счете может быть определено как скорректированный на предпринимательский риск чистый денежный поток, который становится доступен для поставщиков капитала. Если стоимость предпринимательской структуры растет в результате внедрения новой технологии, улучшения ассортимента продукции, более эффективных процессов или иной аналогичной причины, это приводит к увеличению денежных средств, получаемых поставщиками капитала. Таким образом, как отмечает Бланк И.А., стоимость неизбежно привязана к денежному потоку [2, стр. 267]. Менеджеры, как субъекты управления экономической системой, привыкли видеть, что результаты работы компании выражаются как некий уровень предпринимательской прибыли до или после уплаты процентов или налогов. Конечно же, первая трудность с прибылью состоит в том, что она не представляет собой ту сумму, которая может быть потрачена. Прибыль как таковая часто не может показать истинную сумму, доступную поставщикам капитала. Например, компания может иметь внушительную прибыль до уплаты процентов и налогов, но если большая часть или вся она уходит на проценты, налоги, реинвестиции, пополнение оборотного капитала или капиталовложений, необходимых для финансирования планируемых проектов, то для предпринимателей как хозяйствующих субъектов наличной прибыли может и не остаться.

Как пишет в своем исследовании "Анализ денежных потоков предприятия" Евгения Сорокина, чистый денежный поток на инвестированный капитал является единственным показателем, точно отображающим истинные возможности компании по созданию стоимости [5, с. 34]. Это мера денежного потока, а не прибыли, так как предприниматель может тратить только наличные денежные средства, а не прибыли, отражаемые в отчетах компании. Собственники капитала редко знают свою истинную наличную прибыль. Традиционный бухгалтерский подход к измерению прибыли компании редко является точной мерой прибыли акционера на инвестированный капитал. Во-первых, препятствие точной оценки возникает в результате того, что сообщаемые данные о доходах обычно подвергаются манипуляциям в интересах налогового планирования или в иных целях распределения дохода, в результате чего искажаются истинные экономические результаты деятельности компа-

нии. Во-вторых, накопительные методы бухгалтерского учета описывают доход, отличающийся от денежного потока. Часто используются альтернативные измерения прибыли, включая прибыль до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, EBITDA), прибыль до уплаты процентов и налогов (earnings before interest and taxes, EBIT) и чистый доход до налогообложения (net income before taxes). Все эти показатели не отражают денежной прибыли инвесторов, поскольку налоги и инвестиции в оборотный капитал и основные средства должны быть уплачены прежде, чем деньги окажутся доступными поставщикам капитала. В-третьих, затраты на заемный капитал показываются как расходы по уплате процентов. Но при этом исключаются затраты на собственный капитал, поэтому прибыль компании отражает некоторые, но не все ее затраты на финансирование. В результате собственники капитала остаются в неведении относительно их реальной наличной прибыли.

Далее для доказательства измерения жесткой связи стоимости компании и чистого денежного потока обратимся к модели создания стоимости *публичной компании*. Эта модель оценивает поступления будущих чистых денежных потоков и показывает стоимость через рыночные котировки акций, которые отражают восприятие инвестором относительного уровня риска компании.

Создаваемая стоимость и доход на инвестированный капитал — достаточно ясные концепции при инвестициях в обыкновенные акции публичных корпораций. Инвесторы ожидают будущих денежных поступлений (чистых денежных потоков), которые они получают в виде выплаты дивидендов и положительной разницы в цене при продаже акций. Повышение курса акций есть функция ожидаемых денежных поступлений в последующих периодах, а также ожидаемого роста этих поступлений. Таким образом, стоимость обыкновенной акции публичной компании в конечном счете может быть сведена к дивидендным выплатам и ожидаемому росту этих денежных поступлений, отражаемому в повышении рыночного курса акций.

Эта теория оценки обыкновенных акций, основанная на ожидаемых денежных поступлениях, широко распространена. Однако многие инвестиционные решения принимаются на основе неадекватных инвестиционных или ценовых данных. “Располагая текущей информацией о котировках акций, существующих для публично торгуемых ценных бумаг, одни инвесторы акцентируют свое внимание на сумме, которую они первоначально вложили в ценную бумагу, в то время как другие сосредоточены на ее текущей стоимости. Правильным выбором является последний вариант. На бухгалтерском языке первоначальные инвестиции определяются как «невозвратные издержки». Они не имеют отношения к сегодняшнему решению инвестора, поскольку это не будущий доход и они не могут быть изменены в результате выбора каких-либо альтернатив, доступных инвестору. Текущая же стоимость ценной бумаги имеет непосредственное отношение к делу, так как представляет собой сегодняшний выбор инвестора среди альтернативных инвестиций. Инвесторы должны сосредоточиваться на этой стоимости, поскольку решение держать акцию является решением не инвестировать эту текущую стоимость каким-либо иным способом” [8, с. 307].

Делая выводы из вышесказанного, количественно риск определяется, когда прибыль правильно идентифицируется как чистый денежный поток и внимание обращается на текущую, а не на историческую стоимость. Различные уровни риска отражаются в соотношении рыночного курса акции и ожидаемого от нее дохода. Более рискованные инвестиции должны генерировать повышенные нормы доходности, когда инвесторы для достижения своих инвестиционных целей совершают выбор из общей совокупности вариантов соотношений между потенциальным риском и прибылью. Имея легко доступные ежедневные цены фондового рынка и периодически публикуемые показатели, демонстрирующие качество работы компании, инвесторы, сосредоточенные на публично торгуемых акциях, изучают их текущую стоимость и будущие денежные потоки.

Здесь в анализ включаем показатели прошлых прибылей компании. Коэффициент

цена/прибыль (P/E), на который обычно ссылаются, сравнивает текущую цену акции с прибылью прошлого периода. Но инвесторы все более и более признают, что будущие обстоятельства могут отличаться от тех, что были в прошлом. (Данные социологического опроса 50 крупнейших инвестиционно-финансовых компаний России приведены в книге Фельдмана А.Б. Управление корпоративным капиталом. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. С. 99-123. – *Прим. автора*). Это наиболее очевидно проявляется в том, каким образом средства информации в настоящее время раскрывают сведения о прибылях компаний. Объявленная прибыль публичной компании обычно сравнивается с ожиданиями рынка, при этом подчеркивается зависимость стоимости от будущего, в то время как исторические данные используются в первую очередь для оценки надежности прогнозов.

Исторические данные о доходности публично торгуемых акций снабжают инвестора реальным пониманием ожиданий соотношения риска и прибыли, а также вытекающих из этого норм доходности, которых могут ожидать инвесторы. Эта годовая доходность, получаемая инвесторами, основывается на следующих существенных значениях:

- инвестиции, выраженные как исходящий денежный поток на начало периода;
- доход, выраженный как чистый приток денег в течение этого периода.

Используя эти данные, инвесторы могут сравнивать свои ожидания со средними историческими результатами прошлых инвестиций в публично торгуемые ценные бумаги.

Таким образом, модель публичной компании рассчитывает реальную текущую стоимость, основанную на соответствующих ожидаемых будущих поступлениях чистого денежного потока. Причем отношение между ними выражается как мультипликатор или процент, позволяющий измерить риск компании. Эта процедура, помимо всего прочего, позволяет анализировать и сравнивать альтернативные инвестиции. Движение рыночного курса акций отражает реакцию инвесторов на изменения ожидаемого чистого денежного потока компании либо ее риска, определяемого ставкой дисконтирования.

Ставка дисконтирования, известная также как требуемая норма доходности, отражает предпринимательский риск, представляющий собой неопределенность результатов хозяйственной деятельности. Ставки дисконтирования определяются рынком альтернативных инвестиционных вариантов, доступных для инвестора, причем с течением времени ставки варьируют по мере изменения показателей, характеризующих экономику и риск.

Ставка дисконтирования может рассматриваться с трех различных точек зрения. В ракурсе активной части баланса фирмы они представляют собой ставку, которая должна использоваться для дисконтирования ожидаемых в будущем денежных потоков к текущей стоимости. С точки зрения пассивной части баланса, это экономические издержки фирмы, связанные с привлечением и сохранением капитала в конкурентной окружающей среде, в которой предприниматели тщательно анализируют и сравнивают все существующие возможности, обеспечивающие извлечение прибыли. С точки зрения инвестора, это ожидаемая прибыль, требуемая от инвестиций в заемный или собственный капитал фирмы. Хотя с каждой из этих точек зрения ставка дисконтирования может рассматриваться по-разному, каждая имеет дело с одной и той же величиной.

Ставка дисконтирования — это концепция, всегда ориентированная на область ожиданий или перспектив. Хотя результаты предпринимательской деятельности в прошлом и прочая историческая информация могут быть хорошими ориентирами, часто используемыми в процессе стратегического планирования, тем не менее, единственный фактор, фактически определяющий эффективность принимаемых стратегических решений, — это ожидание будущих событий. Предприниматель разрабатывает стратегию развития компании, так как ожидает, что будущие результаты деятельности бизнеса принесут справедливую прибыль на инвестированный капитал. Если бы критерием, наиболее важным для предпринимателя, были исторические результаты, никто бы не осуществлял инвести-

ции в начинающие компании.

При использовании доходного подхода для определения эффективности внедряемых стратегических решений с точки зрения влияния на стоимость бизнеса необходимо сделать акцент на структуре капитала фирмы, что, безусловно, повлияет на определения ставки дисконтирования. Компании обычно финансируются заемным и собственным капиталом. Заемный капитал менее дорог, чем собственный, поскольку обладает тенденцией оставаться менее рискованным, а затраты на выплату процентов по долгу обычно вычитаются из налогов. Прибыль на собственный капитал не гарантируется, поэтому он более рискован, чем заемный, и помимо всего прочего его труднее измерить. Таблица 1 представляет ключевые различия между характеристиками заемного и собственного капитала.

Таблица 1. - Сравнение характеристик заемного и собственного капитала

Характеристики	Ссуды — меньший риск для предпринимателя	Собственный капитал — больший риск для предпринимателя
Безопасность первоначальных вложений	Гарантированная защита основного капитала, хотя стоимость ссуды на рынке изменяется вместе с колебанием процентных ставок	Защиты первоначальных вложений нет
Доход	Гарантированный фиксированный ежегодный процентный доход	Выплата дивидендов зависит от финансового состояния, предпочтений менеджмента и одобрения советом директоров
Преимущества при ликвидации	При ликвидации часто существует приоритет над общими кредиторами и всеми поставщиками собственного капитала	Наименьший приоритет при ликвидации, после всех кредиторов и держателей других акций
Обеспечение залогом	Часто, в зависимости от характера и условий ссуды	Редко
Участие в управлении	Участия в управлении нет, но для некоторых корпоративных действий может потребоваться одобрение кредиторов	Степень участия в управлении зависит от размера доли собственности, права голоса и преобладающих юридических ограничений и соглашений
Повышение стоимости	Отсутствует потенциал увеличения прибыли сверх фиксированного процентного платежа	Потенциал увеличения прибыли ограничен только эффективностью деятельности компании, но может варьироваться в зависимости от степени контроля, структуры собственности и юридических ограничений и соглашений

Источник: Frank C. Evans, «Making Sense of Rates of Returns and Multiples», *Business Valuation Review* (June 1999) [1, с. 51-57]

Эти различия в правах и сопутствующих предпринимательских рисках приводят к соответствующим расхождениям в определении ставок дисконтирования. Ставка дисконтирования отражает риски, присущие компании и отрасли, в которой она работает. При определении ставки дисконтирования необходимо учитывать результаты анализа конкурентных условий работы компании, в том числе внешние отраслевые и внутренние факторы, не учтенные в предпринимательской прибыли, к которой будет применяться ставка. Факторы риска, а также их относительная важность различны в зависимости от конкретной компании. С учетом постоянной потребности в субъективном суждении ниже автором приводится список обычных факторов предпринимательского риска, присущих компаниям, а также краткое описание каждого из них.

Ограничение доступа к капиталу. Ограничения в размерах заемного или собственного капитала учитываются при планировании перспектив роста или способности предпринимательской структуры к диверсификации.

Структура собственности. Собственный капитал компаний нередко имеет ограничения, сильно сужающие условия, при которых его можно передать другому собственнику. С другой стороны, Рудык Н. в своей статье приводит пример, когда в частных компаниях практически отсутствуют миноритарные акционеры, капитал распределен между ограниченным числом собственников, что, несомненно, приводит к более быстрому принятию управленческих решений, оставляя в стороне необходимость длительных согласований [16].

Доля компании на рынке и структура рынка отрасли. Многие компании часто работают в определенной отраслевой нише или сегментах, где рыночная доля может стать существенным стратегическим преимуществом. Рыночные лидеры способны обладать особой силой. Например, патентованной технологией, дающей им признание торговой марки или преимущество в ценообразовании. Также необходимо исследование структуры отрасли. Например, компания с рыночной долей в 20% может иметь возможность доминировать в отрасли, пока все остальные компании обладают не более чем 5%-ной долей рынка каждая. Однако 20%-ная доля на рынке, где два других конкурента имеют по 40% каждый, несомненно, ставит компанию в гораздо более слабое положение.

Глубина и широта охвата менеджмента. Предпринимательские структуры, как убедительно доказывает в своем исследовании Жуткин А.В., зачастую имеют пробелы в управленческой команде, делая их слабыми в одной или более функциональных областях [9]. Эти факторы должны приниматься во внимание при рассмотрении сильных сторон компании на ключевых функциональных уровнях, включая контроль качества, производственный потенциал, маркетинговые и реализационные возможности и т.д.

Сильная зависимость от лиц, обладающих ключевыми знаниями, навыками или контактами. В частных компаниях не редкость, когда один или несколько человек обладают незаменимыми техническими знаниями, производственными навыками или контактами с клиентами. Эти обстоятельства обычно увеличивают профиль риска частной компании по сравнению с крупным бизнесом, поскольку успех компании связан с данными ключевыми фигурами.

Маркетинговые и рекламные мощности. Предпринимательские структуры, конкурирующие с намного более крупными конкурентами или общенациональными сетями, часто испытывают недостаток финансовой мощи или маркетинговой компетентности, чтобы должным образом информировать свою потенциальную клиентскую базу о конкурентных преимуществах, которые они могут предложить. Например, независимые розничные продавцы способны иметь такие же или даже лучшие цены, чем общенациональные сети, с которыми они конкурируют. Однако сети обладают возможностями широко рекламировать свои низкие цены, и это обстоятельство есть конкурентное преимущество, обычно недоступное для независимых продавцов. Таким образом, из-за своей неспособности проинформировать потенциальных клиентов независимые продавцы могут терять долю рынка, даже если они предлагают лучшие продукты, обслуживание клиентов или цены.

Ассортимент продуктов и услуг. Компании с узкой специализацией нередко отвлекают свою силу из концентрации в определенной рыночной нише, но эта продуктовая специализация создает риски отсутствия диверсификации и чрезмерной зависимости от ограниченных рынков. Некоторые компании с узкой специализацией могут столкнуться с ситуацией, когда их самые крупные клиенты принимают политику иметь дело только с поставщиками, предлагающими широкий диапазон продуктов, что вынуждает их или расширять спектр предлагаемой продукции, или продавать свой бизнес более крупной компании.

Покупательная способность и соответствующая экономия на масштабе. Из-за своего размера малые компании зачастую не способны достичь должного уровня эффективности затрат или производства, которыми обладают их более крупные конкуренты. Либо через оптовые скидки, либо за счет распределения затрат по более высоким объе-

мам, большие компании обладают явными преимуществами в определенных видах деятельности и на некоторых рынках.

Концентрация клиентов. Эта проблема хорошо исследована в статье Алексея Сараева “Планирование продаж в секторе B2B и B2C как технология успеха” [15]. Многие компании растут и процветают часто благодаря поставке исключительной услуги своим самым крупным клиентам. При этом увеличивается риск концентрации на клиентах, занимающих слишком большую долю в их общих продажах, что, несомненно, находит отражение в стратегии развития частных компаний.

Отношения и зависимость от продавцов и поставщиков. Для целей специализации и создания определенных конкурентных преимуществ компании зачастую передают субподряды на важные операции или компоненты производства другим поставщикам (аутсорсинг), от которых они могут стать чрезмерно зависимыми. Обычным результатом этого становится потеря контроля над сроками, качеством или ценообразованием необходимых ресурсов.

Дистрибутивные мощности. Крупные компании с широким ассортиментом продукции обычно обладают региональными или общенациональными системами дистрибуции для защиты своей доли рынка и образа продукта. Независимый бизнес часто должен полагаться на брокеров или идти на существенно более высокие издержки, связанные с дистрибуцией, в виде уплаты процента от продаж. Масленников В.П. в своей статье приводит пример, как независимые производители продуктов питания, снабжающие сети продовольственных магазинов, не обладают возможностями общенациональных компаний с широким ассортиментом в части влияния на решения о размещении товара в магазинах, в результате чего получают наименее привлекательные места [14]. Подобный барьер для прямого доступа к клиенту может ограничивать способность частных фирм оказывать внимание покупателям и предоставлять услуги, необходимые для сохранения лояльности потребителей. Кроме того, отсутствие прямого контакта с клиентами препятствует получению информации о развивающихся желаниях и потребностях клиентов, а также ограничивает потенциал развития торговой марки.

Глубина, достоверность и своевременность учетной информации и внутреннего контроля. Публичные компании имеют дело с жесткими требованиями по бухгалтерской отчетности со стороны регулирующих ведомств, в общем-то, улучшая качество информации, доступной менеджменту. Такие данные часто отсутствуют в частном бизнесе, и этот факт способен затруднять должную оценку менеджерами как субъектами управления результатов деятельности компании при разработке стратегического плана развития.

Однако при оценке эффективности результатов принимаемых стратегических решений в разрезе влияния их на стоимость предпринимательской структуры, следует отметить, что при рассмотрении вышеперечисленных факторов риска, необходимо внимательно подходить к выбору фундаментального показателя, в который будут включаться данные факторы. Некоторые из них можно учесть при выборе темпов роста или в прибыли через повышение торговых или производственных издержек. Цель этой предосторожности состоит в том, чтобы избежать двойного счета в результате включения одного и того же фактора и в темп роста, и в прибыль.

Развивая тему предпринимательских рисков, присущих малому бизнесу, необходимо отметить, что менеджмент большинства публичных компаний сосредоточиваются на стоимости каждый день, поскольку она находит свое отражение в движении цены акций компании, тем самым, ведя ежедневный подсчет очков результативности работы компании относительно других инвестиционных возможностей. Однако частные компании лишены этой обратной связи и возможности проверки фондовым рынком своей деятельности. Их акционеры и руководители редко знают, сколько стоит их компания, и обычно не ясно видят, что же влияет на ее стоимость. По этой причине, как отмечает автор в своей статье “Связь стратегического планирования и создания стоимости в частной компании”, многие частные компании, равно как и бизнес-подразделения публичных компаний, не

имеют должного вектора развития своей деятельности и поэтому работают не в полную силу [10].

Компании, находящиеся в стадии развития, обычно имеют ограниченную историю деятельности, низкие доходы или отсутствие таковых, а также отсутствие операционной прибыли. Частные компании, имея указанные характеристики, обладают более высоким уровнем неопределенности, поскольку они работают на новых или зарождающихся рынках или в отраслях, где отсутствуют традиционные модели бизнес-процессов и эталонные результаты работы. Эта неопределенность усиливается тем фактом, что компания может находиться в процессе разработки новых продуктов, являющихся экспериментальными или полностью неизвестными для их потенциальной клиентской базы.

Непрерывные технологические изменения и короткие жизненные циклы продуктов усложняют задачу достоверного прогнозирования и увеличивают волатильность стоимости. Эти проблемы требуют пристального внимания к факторам конкурентоспособности, позволяющим идентифицировать стратегические преимущества и недостатки компании и, в конечном счете, определяющим нормы доходности или мультипликаторы, выбираемые для расчета стоимости.

К вышеперечисленному необходимо добавить тезис о том, что материальные активы и размер базы активов для развивающихся компаний менее важны, чем для других фирм. Когда главный актив – это технология, большая часть или даже вся стоимость компании связана с нематериальными активами, включая людей. Столь хрупкие активы подвержены опасности быстрой потери стоимости в большей степени, чем такая собственность, как недвижимость, машины и оборудование. Таким образом, компания должна постоянно осуществлять внутренний контроль с целью своевременной идентификации образующейся интеллектуальной собственности.

Общим ограничением является и соответствующий условиям размер капитала, что соотносится с первым фактором в классификации Иванова И.В., поскольку для того, чтобы в течение какого-то периода времени и при определенных затратах перевести компанию от одной стадии развития к следующему этапу, необходимо первоначальное финансирование, будь то со стороны предпринимателей или венчурных инвесторов. Существующая “скорость прожигания” денег подчеркивает необходимость оставаться в рамках планируемой стоимости и графика работ, поскольку высокотехнологичные компании, как правило, обладают небольшой кредитоспособностью, если она вообще им свойственна. Отсутствие проверенного продукта или услуги, клиентской базы и немногочисленные материальные активы позволяют организовать лишь ограниченное финансирование за счет заемного капитала, причем обычно по высоким ставкам и при жестком контроле над менеджментом.

В нашем исследовании необходимо обозначить границы применения доходного подхода к управлению стоимостью предпринимательской структуры. Доходный подход к управлению стоимостью предпринимательской структуры основывается на ожидаемых в будущем предпринимательских доходах и ставках дисконтирования. С учетом необходимой для расчетов информации данный подход легче всего использовать в компаниях, чьи денежные потоки в данный момент положительны и могут анализироваться с достаточной степенью надежности на будущие периоды, а также можно приблизительно оценить предпринимательский риск, необходимый для определения ставки дисконтирования. Чем больше отклонение от данных условий, тем более затруднительным становится использование доходного подхода для управления стоимостью. Выделим ситуации, где доходный подход сталкивается с проблемами и подлежит корректировке.

Проблемные фирмы. Находящаяся в кризисном состоянии фирма имеет отрицательные доходы и, как ожидается, будет терять деньги в течение некоторого времени в будущем. Применительно к таким фирмам затруднительно применять доходный подход, опираясь на будущие денежные потоки, поскольку существует высокая вероятность банкротства. Близкие к краху фирмы не слишком хорошо поддаются анализу через дисконти-

рование денежных потоков, поскольку данный подход оперирует фирмой как действующим предприятием, генерирующим положительные денежные потоки для своих инвесторов, поскольку расчет приведенной ценности отрицательных денежных потоков приведет к отрицательной стоимости фирмы даже при анализе потенциально выгодных стратегических проектов (данная проблема лежит в области теории антикризисного управления – *Прим. автора*).

Циклические фирмы. Прибыль и денежные потоки циклических фирм обладают тенденцией следовать за экономической ситуацией: повышаться в периоды экономических подъемов и понижаться во времена рецессий. Если для таких фирм применяется доходный подход для управления проектами, Игнатъев П.А. рекомендует метод сглаживания ожидаемых в будущем предпринимательских доходов, чтобы избежать риска необходимости предсказаний моментов наступления и завершения экономических спадов и подъемов, а также их продолжительности [12]. В разгар экономического спада многие циклические фирмы выглядят как проблемные фирмы с присущими им отрицательными доходами и денежными поступлениями. В этом случае предположения относительно времени и масштабов будущего оживления экономики переплетаются с оценкой будущих денежных потоков от реализации стратегического плана развития, что приводит к формированию завышенной стоимости предпринимательской структуры.

Фирмы, обладающие патентами на продукт. Компании часто обладают патентами или лицензиями, которые, являясь конкурентным преимуществом – своеобразным барьером для входа в отрасль - генерируют дополнительные предпринимательские доходы, которые способны компенсировать убытки от реализации неправильного управленческого решения или неверно выбранной стратегии развития. Рассчитать же долю в стоимости бизнеса, принесенную использованием патента или лицензии, можно, воспользовавшись оценкой таких предпринимательских структур на открытом рынке или же применив модель ценообразования опционов, а затем добавив ценность, полученную дисконтированием денежных потоков от реализации выбранной стратегии.

Фирмы в процессе реструктуризации. Фирмы в процессе реструктуризации часто продают часть своих активов, приобретают другие активы, а также меняют структуру капитала и систему распределения прибыли между собственниками. Кроме того, некоторые из них меняют структуру собственности (например, превращаясь из открытого акционерного общества в закрытое, и наоборот), а также схемы вознаграждения менеджмента. Каждая из этих перемен есть по своей сути форма реализации общего стратегического плана компании для оценки эффективности которого используется доходный подход. Эффективностью проектов, проводимых в реструктурируемой компании, как отмечает Долгопятова Т.Г. в статье “Реструктуризация собственности и контроль в промышленном производстве России”, возможно управлять на фоне фундаментальных перемен в управленческой и финансовой политике, если будущие доходы отражают ожидаемые воздействия фундаментальных перемен, а ставка дисконтирования скорректирована с учетом новых деловых и финансовых рисков [11].

Частные фирмы. При использовании доходного подхода в частных фирмах, необходимо учитывать все те факторы предпринимательского риска, про которые шла речь выше в данном разделе, как влияющие на величину ставки дисконтирования для анализа будущих предпринимательских доходов от реализованной стратегии.

Итак, теория доходного подхода убедительна: стоимость инвестиций в системе предпринимательства рассчитывается как текущая стоимость будущих выгод, дисконтированных по норме доходности, отражающей рискованность инвестиций. В процесс анализа включаются ключевые переменные, в том числе цены, объем производства и продаж, влияющие на прибыль затраты, а также риски, создаваемые каждым из этих элементов. Инвестиции, совершенные без должного стратегического планирования и тщательности выполнения указанного процесса, часто упускают из виду крупные затраты или риски либо опираются на нереалистичные предположения, не выдерживающие тщательного ис-

следования всех факторов.

Хотя в доходном подходе принято использование многолетнего прогноза результатов предпринимательской деятельности, тем не менее может применяться и прогноз, составленный только на один год. Эта разница в охвате временного периода — один год или несколько лет — создает различие между двумя главными методами в рамках общей методологии доходного подхода.

Первый и более простой метод включает капитализацию предпринимательской прибыли в течение одного года. Так как он рассчитывает стоимость, основываясь на прибыли только за один год, этот метод дает надежную оценку стоимости лишь в том случае, если выбранная прибыль может представлять ожидаемые в будущем долгосрочные показатели работы компании. Следовательно, как утверждает Бланк И.А., недопустима автоматическая экстраполяция предпринимательской прибыли за последний год или ее среднее значение, полученное за несколько последних лет, если эти значения не являются достоверным отображением будущих результатов [2, с. 237]. Темпы роста прибыли также учитываются через капитализацию. Но чем менее реалистичны предположения для конкретно взятой компании, тем менее надежными окажутся результаты метода. Прибыль должна быть обоснованной мерой долгосрочной и стабильной предпринимательской деятельности. Кроме того, темп роста должен оставаться достоверным ожиданием способности этой компании бесконечно долго достигать ежегодного прироста дохода. Там, где вероятны существенные колебания годового роста, метод теряет свою достоверность, а потому способен значительно исказить планируемые результаты стратегических решений.

Альтернатива первому методу — это метод дисконтирования результатов нескольких периодов. Благодаря использованию прогнозного периода, состоящего из нескольких лет, этот метод преодолевает оба ограничивающих предположения рассмотренного выше метода. Прогнозируемые будущие предпринимательские доходы, обычно рассматриваемые на период от 3 до 10 лет, могут и не отражать ожидаемой долгосрочной результативности деятельности компании. Метод также обладает способностью достоверно отражать зависимость прибыли на период прогноза от, изменений доходов, расходов или капитальных затрат. Таким образом, когда ожидаются существенные колебания прибыли, должен применяться метод дисконтирования результатов нескольких периодов. В то же время следует понимать, что эти методы дадут идентичные результаты, если прибыли, предсказанные методом нескольких периодов, отражают долгосрочный темп роста предпринимательской структуры, используемый в методе одного периода.

Хотя на практике не существует какого-то жестко определенного числа лет для прогноза, данный метод содержит требование отражения всех возможных прогнозных изменений в прибыли компании, которые завершаются стабильным, устойчивым уровнем предпринимательского дохода [3, с. 167].

В каждом из описанных методов рассчитываемая стоимость находится под влиянием показателя долгосрочного темпа роста предпринимательской прибыли. Оба способа расчета предполагают, что прибыль всегда будет расти такими же темпами, поэтому неадекватный темп роста способен существенно исказить влияние управленческих решений на стоимость предпринимательской структуры.

Ученые сходятся во мнениях, какие факторы роста считать наиболее существенными [13]. Определим области, которые охватывают факторы, наиболее часто рассматриваемые при определении темпов роста:

- общеэкономические условия;
- ожидаемые темпы роста отрасли, в которой работает компания, в том числе рассмотрение ожидаемых темпов роста отраслей, где продаются продукты компании;
- исторические темпы роста компании;
- ожидания менеджмента, касающиеся оценки роста в будущем, с учетом конкурентоспособности компании, в том числе изменения технологий, ассортимента продукции, рынка, ценообразования и методов продаж и маркетинга.

Выбор долгосрочного темпа роста начнем с рассмотрения макроэкономических факторов. Например, в Соединенных Штатах прирост населения составляет менее 2 %, а рост валового национального продукта — обычно менее 3% [7, с. 172]. Таким образом, в долгосрочной перспективе средневзвешенный темп роста всех отраслей экономики составляет приблизительно 3%. С учетом этого макроэкономического ориентира переходим в конкретную отрасль и определяем ее исторический и прогнозируемый долгосрочный рост. Далее, если необходимо, переходим в тот сегмент отрасли, в котором работает целевая компания, и проводим сходный анализ. Предпринимательские структуры, работающие на региональном или местном уровне, должны анализироваться, основываясь на ситуации в этих конкретных регионах. Необходимо учитывать, что выбранный темп роста применяется к доходу компании — ее прибылям или денежному потоку, поэтому для оценки справедливости выбранного темпа роста должны использоваться ассортимент продукции, цены и маржа.

Компании, имеющие историю темпов роста, измеряемых десятками процентов, обладают конкурентоспособными преимуществами, которые позволили им быстро развиваться, захватив серьезную долю рынка. Если факторы конкурентоспособности позволяют предположить, что в обозримом будущем следует ожидать продолжения подобного высокого роста, то этот результат должен найти свое отражение в прогнозе, охватывающем период, в течение которого эти темпы сохранятся. Логично предположить, что темпы роста соответствующих показателей должны снижаться по мере того, как на рынок приходят конкуренты, использующие новые технологии и привносящие снижение себестоимости, а вместе с ним и ценовое давление, ликвидирующее стратегические выгоды компании. Кроме того, темпам роста свойственно проявлять тенденцию снижения по мере увеличения компании в размере [13].

Типичная ошибка, выявленная автором при анализе ряда неудачных проектов внедрения стратегий, где главным ориентиром был рост стоимости бизнеса, состоит в том, что ожидаемая стоимость раздувалась долгосрочными темпами роста, предполагающими сохранение компанией конкурентных преимуществ в необозримом будущем. Например, в отрасли с годовым темпом роста 3% и рассчитанным с помощью обоих подходов, описанных выше, долгосрочным темпом роста 10% получается следующее: компания будет нескончаемо расти, более чем в три раза обгоняя отрасль, постоянно захватывая дополнительную долю рынка.

В качестве альтернативы доходному подходу для выработки стратегий управления стоимостью ряд ученых предлагают использовать сравнительный подход (см. монографии Каплана Р.С., Нортон Д.П. “Организация, ориентированная на стратегию. Как в новой бизнес-среде преуспевают организации, применяющие сбалансированную систему показателей” [4, с. 290] и Фельдмана А.Б. “Управление корпоративным капиталом” [6, с. 144]). По мнению автора, сравнительный подход более уместен для определения (оценки) стоимости бизнеса в целях слияний и поглощений, для стратегического планирования предпринимательской деятельности следует использовать доходный подход управления рыночной стоимостью компании как отдельного бизнеса, учитывающий размер компании, доступ к капиталу, ассортимент товаров и услуг, качество управления, долю рынка и клиентскую базу, уровни ликвидности и заемного финансирования, а также общую рентабельность, денежный поток и предпринимательские риски.

Библиография

Монографии

1. Frank C. Evans, Making Sense of Rates of Returns and Multiples, Business Valuation Review June 1999.
2. Бланк И.А. Управление денежными потоками. – М.: Бизнес пресс, 2002. – 587 с.
3. Исуровлев А.Л., Позняков В.П. Деловая активность предпринимателей, методы воздействия. – М.: Издательский дом “Вильямс”, 1999. – 320 с.

4. Каплан Роберт С., Нортон Дейвид П. Организация, ориентированная на стратегию. Как в новой бизнес-среде преуспевают организации, применяющие сбалансированную систему показателей. Пер. с англ. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2004. – 416 с.
5. Сорокина Е.М. Анализ денежных потоков предприятия. – СПб.: Инфо-Питер, 2002. – 176 с.
6. Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. – 202 с.
7. Феррис Кеннет, Пешеро Барбара Пети. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом “Вильямс”, 2003. – 256 с.
8. Фишер Пауль. Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 510 с.

Авторефераты

9. Жуткин А. В. Управленческие и организационные проблемы эффективной команды в предпринимательской деятельности. – М., 2001.
10. Разумов Д.В. Оценка управленческих решений при формировании стратегии развития фирмы. – СПб., 1998.

Статьи

11. Долгопятова Т.Г. Реструктуризация собственности и контроль в промышленном производстве России. // Предпринимательство в России. 1997. № 3-4.
12. Игнатьев П.А. Риск-менеджмент в доходном подходе // Экономика и жизнь. 2003. №7.
13. Ильдеменов С.В., Леонтьев С.В. Инновационная стратегия и инвестиционная политика // документы IX Международного симпозиума "Сотрудничество по вопросам правового регулирования хозяйственной деятельности.. - М.: Социнцентр, 2001.
14. Масленников В.П. Формирование оптово-розничной сбытовой сети // Sales – Продажи. 2005. №4.
15. Сараев А.Г. Планирование продаж в секторе B2B и B2C как технология успеха // Sales – Продажи. 2005. №3.
16. Рудык Н.К. Конфликты между акционерами и менеджерами и их воздействие на стоимость корпораций // Финансовый бизнес. 2001. №4-5.