

СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА КАК ИНТЕГРАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ

В статье рассматривается проблема поиска интегрального критерия оценки деятельности фирмы. Доказывается, что таким критерием в информационном обществе должна быть модель внутренней стоимости бизнеса. Выводится формула расчета показателя “внутренняя стоимость бизнеса”

Одной из отличительных особенностей информационного общества является то, что критерием оценки деятельности фирмы становятся потенциальные (а не текущие) доходы, а также системный (интегрированный) подход как основа методологии бизнес – процедур. В связи с этим, в последние годы в экономической литературе довольно часто звучит критика традиционных финансовых показателей и методов оценки, источником которых является система бухгалтерского учёта и финансовой отчётности, как основы для принятия управленческих решений. На протяжении 80-90-х годов про это писали К. Мерчант, Б.С. Чакраварти, Дж. Деарден, Р.С. Каплан и Д.П. Нортон. Указанная критика направлена на ретроспективный и узко – специализированный характер традиционных финансовых показателей и методов оценки, что значительно уменьшает их ценность для принятия стратегических управленческих решений.

Как часть указанной проблематики в научной литературе выделяется так называемая проблема поиска интегрального критерия оценки деятельности фирмы (бизнеса) по которой принципиально существует два полюса противоположных позиций. Одни экономисты утверждают, что вся совокупность частных показателей и методик и есть интегральный (суммарный) критерий. Данная позиция сводится к тому, что система локальных показателей является самодостаточной и не требует какого-то специального интегрального критерия. На другом полюсе аналитиками, начиная с середины XX века, предпринимались попытки поиска одного интегрированного показателя, используемого в функции оценки результатов деятельности объектов управления, полностью заменяющего собой все локальные показатели. Примером такого показателя (если в стратегическом аспекте делать упор на финансовую устойчивость компании) может служить Z-счет Э. Альтмана.

Истина, очевидно, находится где-то посередине между крайними полюсами: интегральный критерий выступает не заменителем частных показателей, а “вершиной пирамиды” частных показателей, что в большей степени соответствует сущности экономического показателя как индикатора степени соответствия бизнес – процесса цели деятельности организации. Бизнес объективно представляет собой пирамиду целей, в вершине которой находится цель бизнеса (фирмы, коммерческой организации), а в основании – собственные цели каждого из его участников. Взаимосвязь пирамиды целей и пирамиды финансовых показателей заключается в том, что для практического

формирования эффективной системы регулирования параметров бизнес-процессов фирмы необходимо из пространства целей перейти в пространство оценочных критериев, являющихся основой модели управления организацией. В такой интерпретации, интегральный критерий оценки деятельности фирмы является функцией от системы факторов создания стоимости бизнеса (вершиной иерархии ценностей, измеряемых частными финансовыми показателями). Экономической основой указанной зависимости является то, что ценности участников бизнеса, представляющие их желания и цели могут быть либо благом сами по себе (внутренние ценности), либо средствами для достижения других целей – (инструментальные ценности). Инструментальные ценности ценны тем, что помогают в достижении внутренних ценностей. Так, по мнению многих специалистов, например, авторов Краткого курса МВА, обычная ошибка менеджеров заключается в том, что они считают прибыль внутренней ценностью и стремятся добиваться ее самой по себе. Намного перспективнее те организации, для которых прибыль имеет инструментальное значение, оправдываемое другими ценностями.

Автор разделяет указанную позицию и считает, что интегральным критерием оценки деятельности фирмы в современных условиях должен выступать показатель “внутренняя стоимость бизнеса”. Под показателем “внутренняя стоимость бизнеса” понимается общее правило расчета стоимости бизнеса “как она есть на самом деле”. Сложность заключается в том, что в реальной жизни менеджеры сталкиваются только с формами проявления показателя “внутренней стоимостью бизнеса”. Самого же его как такового в практической деятельности организации не существует. Интегральный критерий существует только как теоретическое правило, объективное объединяющее ядро разнообразных транзакций бизнеса. Проиллюстрируем это на отвлеченном примере. Странствующий по миру путник, хорошо разбирающийся в астрономии и законах движения небесных тел (критерии, не существующие на Земле), всегда найдет дорогу в нужном ему направлении. Но реальные шаги по конкретной местности он будет совершать исходя из особенностей ландшафта местности, подстерегаемых его опасностей, капризов погоды и т.д. (т.е. руководствуясь частными критериями). Странник же великолепно знающий все пути – дороги во Франции, но не умеющий “идти по звездам”, наверняка заблудится в Китае. Здесь его частные критерии бесполезны. В данном случае звезды (абстрактный интегральный критерий) не освещают всех изгибов реальной дороги странника, но в любой точке Земли (при любых транзакциях) указывают верное (соответствующее цели) направление пути.

Как и в приведенном примере, результат функционирования бизнеса имеет много практических интерпретаций в зависимости от типа совершаемой транзакции и интересов, участвующих в ней сторон: рыночная стоимость продаваемого бизнеса, бухгалтерская стоимость действующей фирмы, финансовый результат бизнес – проекта и т.д. Но в основе всех этих стоимостей лежит стоимость бизнеса как он есть или “внутренняя стоимость бизнеса”. В соответствии с принципами теории транзакционных издержек

можно выделить и классифицировать два типа критериев характеризующих категорию бизнес: подходы и методы, применяемые при оценке бизнеса как объекта рыночной трансакции; показатели и отчеты, применяемые в процессе управления деятельностью фирмы. Исходя из этого, настоящее исследование базируется как на анализе подходов и методов, применяемых в оценочной деятельности, так и на рассмотрении локальных показателей, используемые в финансовом анализе.

Идея нахождения взаимосвязи между частными показателями и формирования на этой основе интегрального критерия оценки деятельности фирмы (бизнеса) своими корнями восходит к началу XX века. Но первые модели расчета таких критериев (например, мультипликативная модель Дюпона) были довольно простыми и строились исключительно из финансовых показателей.

В соответствии с моделью Дюпона показатель рентабельности акционерного капитала (*ROE*) раскладывался на три компонента: базовый коэффициент прибыльности (K^r), оборачиваемость активов (K^o) и доля собственного капитала (K^a):

$$ROE = \frac{NORLAN}{E_n} = \frac{NORLAN}{W_B} \times \frac{W_B}{B_a} \times \frac{B_a}{E_n} = K^R \times K^O / K^a \quad (1)$$

где: *NORLAN* – чистая прибыль (убыток) бизнеса;

W_B – общая сумма доходов организации;

B_a – сумма активов организации;

E_n – величина собственного капитала фирмы.

В последнее время (начиная с 90-х годов XX века) наметилась тенденция более широкого взгляда на суть интегрального критерия: не только как обобщающего показателя оценки текущей деятельности фирмы за определенный ограниченный период времени, а, прежде всего, как целевого критерия оценки бизнеса в долгосрочной перспективе. Методологически это означает функциональную зависимость интегрального критерия не только от локальных показателей финансового анализа, но и от индикаторов и методик, применяемых в оценочной деятельности. В экономической науке последнего времени можно выделить две модели расчета интегрального критерия такого плана:

1) модель экономической добавленной стоимости (*EVA*);

2) модель Эдвардса – Белла – Ольсона (*EBO*).

Модель экономической добавленной стоимости (*EVA*)

Суть модели экономической добавленной стоимости (*EVA*) основывается на концепции поддержания (сохранения) капитала, согласно которой прибыль возникает только в том случае, если в течение отчетного периода имел место реальный рост собственного капитала. Концепция поддержания капитала близка к хорошо известному утверждению Хикса: цель исчисления прибыли на практике состоит в том, чтобы дать людям представление о сумме, которую они могут использовать на потребление, не становясь беднее. Согласно концепции поддержания (сохранения)

капитала в составе полученного финансового результата должны быть выделены две составляющие: собственно прибыль и сумма возврата (поддержания) капитала.

В современном виде модель *EVA* была разработана компанией Stern Stewart & Co, которой и была зарегистрирована, хотя основные её положения отображены ещё в теории экономического дохода Альфреда Маршалла.

Он писал: “То, что остается от его (собственника или управляющего) прибылей после вычета процента на капитал по текущей ставке, можно назвать его предпринимательской или управленческой прибылью”. В настоящее время в том или ином виде *EVA* уже принята на вооружение более чем в 300 крупных компаниях по всему миру. По данным журналов *The Economist* и *Fortune*, компании AT&T, CSX, Coca-Cola, Brings and Stratton, Quaker Oats и другие внедрили *EVA* как параметр, позволяющий оценить внутреннюю деятельность организации. Некоторые фирмы – Coca-Cola, Siemens, Bank of Montreal, Alcan Aluminium, Tate & Lyle включили показатель *EVA* в свою внешнюю отчетность. При этом следует отметить то, что *EVA* все чаще рассматривается как интегральный показатель, который выступает и элементом современных процедур оценки стоимости бизнеса, и важным инструментом в системе корпоративного управления. В стратегическом управлении критерий *EVA* используется в комбинации с такими распространёнными инструментами стратегического анализа как матрица Бостонской консалтинговой группы, матрица рыночной привлекательности и конкурентных позиций (матрица GE/McKinsey) и др.

Практически показатель *EVA* рассчитывается следующим образом:

$$EVA = NORLAN - WACC \times (E_n + L) \quad (2)$$

$$EVA = (ROI - WACC) \times (E_n + L) \quad (3)$$

$$EVA = (ROI - i) \times E_n \quad (4)$$

где: *NORLAN* – чистая прибыль (убыток) бизнеса;

E_n – величина собственного капитала фирмы;

L – сумма кредитов и займов;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала бизнеса;

ROI – приемлемая норма рентабельности капитала бизнеса;

i – ставка дисконтирования.

EVA и показатели финансового менеджмента (финансового анализа)

Изначально система управления на основе модели *EVA* появилась как результат развития концепции управления на основании стоимости (*Value based management*). Модель *EVA* стала последовательным продолжением таких финансовых показателей, как прибыль и *ROI* (*ROE*). Вследствие этого, в настоящее время концепция *EVA* часто используется западными менеджерами как более совершенный инструмент измерения

эффективности деятельности подразделений, нежели чистая прибыль и рентабельность капитала (*ROI, ROE*). Такой выбор объясняется тем, то *EVA* оценивает не только конечный результат, но и то, какой ценой он был получен (т.е. какой объем капитала и по какой цене использовался). Интегральная роль модели экономической добавленной стоимости по отношению к рассмотренным показателям финансового анализа заключается в следующем:

1) *EVA* выступает как инструмент, позволяющий измерить действительную прибыльность фирмы, а также управлять ею с позиции не только собственников, но и других участников бизнес – процесса;

2) отражает альтернативный подход к концепции прибыльности (переход от расчета рентабельности инвестированного капитала (*ROI*), измеряемой в процентном выражении, к расчету экономической добавленной стоимости (*EVA*), измеряемой в денежном выражении);

3) указанный подход нацелен на повышение рентабельности в основном за счет улучшения использования капитала, а не за счет направления основных усилий на уменьшение затрат на пользование капиталом;

4) данная концепция позволяет руководителям организации получить более целостное представление о том, каким образом они могут повлиять на рентабельность капитала, инвестированного в бизнес.

Модель *EVA* и методы оценки бизнеса

Интегрирующее значение концепции *EVA* в процессе оценки стоимости бизнеса заключается в том, что в ней заложена идея синтеза прошлых (достигнутых) и прогнозируемых результатов деятельности фирмы. Иными словами, предпринята попытка соединения достоинств доходного и затратного подходов при определении внутренней стоимости бизнеса. Принципиальная идея использования *EVA* в процессе оценки стоимости бизнеса выражается следующим уравнением:

$$Ц_6 = ЧА + EVA_t \quad (5)$$

где: $Ц_6$ – рыночная стоимость действующего предприятия (бизнеса);

$ЧА$ – чистые активы предприятия;

EVA_t – экономическая добавленная стоимость будущих периодов, приведенная к настоящему моменту времени

В соответствии с указанной формулой рыночная стоимость фирмы может превышать или быть меньше балансовой стоимости чистых активов в зависимости от будущих прибылей от бизнеса. Данный подход был предложен еще классиками экономической теории. Так, А. Маршалл в 1890 году писал, что “стоимость компании равна сумме инвестированного капитала и премии, равной текущей стоимости величины прибыли, созданной в каждый последующий год”. В оценочном процессе сущность *EVA* проявляется в том, что этот показатель отражает величину прибавления стоимости бизнеса и оценку эффективности деятельности фирмы через определение того, как она

оценивается рынком. Компания стоит больше или меньше, чем ее инвестированный капитал (чистые активы), лишь в той мере, в какой она зарабатывает больше или меньше своих средневзвешенных затрат на капитал. Стало быть, надбавка или скидка к инвестированному капиталу должна быть равна приведенной стоимости будущей экономической прибыли компании. Если упрощенно представить, что в пределах одной отрасли величина рисков и стоимость заемного капитала для всех компаний одинакова, то средневзвешенная стоимость капитала (*WACC*) для них будет одинаковой. При этом фирма с *WACC* на среднеотраслевом уровне не будет иметь *EVA*, а с *WACC* меньше среднеотраслевого – будет иметь отрицательную *EVA*.

Таким образом, интегральность концепции *EVA* в системе подходов и методов оценки бизнеса обусловлена следующими основными причинами. Во-первых, экономическая добавленная стоимость, характеризует часть стоимости бизнеса, которая превышает некоторую требуемую норму по созданию стоимости на вложенный капитал. Во-вторых, *EVA* отражает качество работы фирмы по отношению к некой “среднестатистической” организации, действующей в сходных условиях и являющейся альтернативным инструментом инвестирования капитала. В-третьих, *EVA* более адекватно и наглядно отражает изменение стоимости бизнеса во взаимосвязи с денежными потоками. В частности, преимуществом модели экономической прибыли (*EVA*) перед основным традиционным методом оценки бизнеса (методом ДДП) состоит в том, что экономическая прибыль – это очень удобный показатель, дающий представление о результатах деятельности компании в любом отдельно взятом году.

Модель Эдвардса – Белла – Ольсона (*EBO*)

Модификацией концепции *EVA* является модель Эдвардса – Белла – Ольсона (*EBO*), которая основывается на представлении об “остаточной прибыли” – прибыли компании за минусом ожидаемого уровня доходности. Согласно модели *EBO* (как и *EVA*), стоимость компании выражается через текущую стоимость ее чистых активов и дисконтированный поток “сверх” – доходов (отклонений прибыли от “нормальной”, т.е. средней по отрасли величины). Отличия *EBO* от *EVA* заключаются в следующем: *EVA* охватывает весь вложенный в компанию капитал (акционерный и заемный), а *EBO* – только собственный (акционерный); *EVA* “выросла” в недрах анализа и лишь затем, в виде модификаций, начала использоваться в оценочной деятельности; модель же *EBO* изначально была предназначена для оценки стоимости компаний.

Модель *EBO* представляет собой оценку стоимости бизнеса ($Ц_0$) по следующей формуле:

$$Ц_0 = E_0 + \sum_{n=1}^T \frac{(ROE_n - i) \times E_{(n-1)}}{(1+i)^n} + \frac{(ROE_{(T+1)} - i) \times E_T}{i \times (1+i)^T} \quad (6)$$

где: E_0 – собственный капитал (чистые активы), накопленный на дату оценки (в до прогнозный период);

$E_{(n-1)}$ – собственный капитал (чистые активы) на начало n – го года прогнозного периода;

E_T – собственный капитал (чистые активы) на начало пост прогнозного периода;

ROE_n – рентабельность собственного капитала в n – м году прогнозного периода;

$ROE_{(T+1)}$ – рентабельность собственного капитала в постпрогнозный период (предполагается неизменной);

i – ставка дисконтирования собственного капитала;

n – количество лет прогнозного периода.

На точность определения стоимости компании негативно влияет неопределенность многих будущих величин, и в первую очередь – ее прибыли. Чтобы избавиться от необходимости их прогнозирования, авторы *EBO* попытались выразить оценочные переменные через имеющиеся данные бухгалтерской отчетности. Ольсон предложил модель прогноза остаточной прибыли на основе авторегрессии, которую он назвал Линейной информационной динамикой (Linear Information Dynamics – LID). В этой модели стоимость компании рассчитывается как функция четырех переменных по следующей формуле:

$$C_0 = E_0 + \frac{u \times P_t^0}{(1+i-u)} + \frac{(1+i) \times (P_T - u \times P_t^0)}{(1+i-u) \times (1+i-l)} \quad (7)$$

где: E_0 – собственный капитал (чистые активы), накопленный на дату оценки;

P_t^0 – “исторический” остаточный доход;

P_T – “перспективный” доход (оценка), (скаляр, выражающий прочую информацию о будущих доходах предприятия, которая уже влияет на рыночную цену компании, но еще не отражена в ее финансовой отчетности);

i – ставка дисконтирования собственного капитала;

u, l – параметры авторегрессии (LID).

Параметры авторегрессии u и l фиксированы и определяются экономическим положением фирмы и ее учетной политикой. Они должны быть положительными и не более 1. В таблице 1 приводятся значения параметров LID, полученные путем эмпирических исследований данных финансовой отчетности по совокупности компаний, чьи акции котируются на американском фондовом рынке (NYSE, AMEX, NASDAQ).

Таблица 1. Эмпирические значения параметров LID

Источник данных	u	l
Статья Dechow	0,62	0,32
Статья Hand (компании, не выплачивающие дивиденды)	0,46	0,34
Статья Hand (компании, выплачивающие дивиденды)	0,61	0,45
Грубая оценка для России (по капитализации в РТС)	0,77	0,34

По мнению Ольсона основным положительным моментом такой формы записи модели *EBO* является то, что все необходимые для определения

стоимости, данные можно найти в бухгалтерской отчетности компании, не занимаясь прогнозированием будущих величин, что позволяет более строго оценивать рыночную стоимость компании. Автор не разделяет указанного оптимизма, в связи с чем в своем исследовании опирается на базовую формулу расчета модели *EBO* (формула 6). Такая позиция автора основана на следующих соображениях: во-первых, существующая бухгалтерская отчетность не является адекватной моделью капитала бизнеса; во-вторых, в отношении российских компаний отсутствуют заслуживающие внимания исследования и расчеты параметров авторегрессии *ц* и *л*.

Выводы по результатам исследования:

Проведенное исследование системы показателей, используемых в финансовом анализе, а также в методологии оценочной деятельности (см. табл. 2), свидетельствует о следующем.

Таблица 2. Сравнительная таблица показателей финансового, инвестиционного анализа и оценки бизнеса

Факторы интегрального критерия		Финансовый анализ	Оценка бизнеса
Наименование	Код		
Капитал бизнеса	К	E_n (ЧА)	ЧА
Результат	P	P (P_u, P_f, DV) CFO	P (P_u, P_f, DV) CFO
Рентабельность	R	$K_1^r - K_5^r$; WACC, ROI (ROE и др.); $K_{ц/р}$, Yield и др.	WACC i (CAPM и др.) r (R)
Риск	□	$I^{оп}$; $I^{фл}$ Ликвидность Финансовая устойчивость	WACC i (CAPM и др.) r (R)
Время	T	$K^o, П^o$	n
“Информативность”	I	Нет	Нет
Интегральный критерий	$Ц_в$	$Ц_f$	$Ц_б$

1. Интегральным критерием оценки деятельности фирмы выступает показатель “внутренняя стоимость бизнеса”.

2. В рассмотренных областях интегральный критерий оценки деятельности фирмы, по сути, является формой проявления показателя “внутренняя стоимость бизнеса”: рыночная стоимость фирмы (бизнеса) ($Ц_б$) – в оценочной деятельности; рыночная капитализация фирмы ($Ц_f$) – в финансовом анализе.

3. Несмотря на различное предназначение используемого инструментария, объективно существуют единые законы формирования гипотетического интегрального критерия “внутренняя стоимость бизнеса” ($Ц_б$) на основе одних и тех же сущностных факторов: стоимость капитала бизнеса (*K*); результат функционирования бизнеса (*P*); результативность (рентабельность) бизнеса (*R*); риски бизнеса (□); время (скорость течения бизнес – процесса) (*T*); информационная прозрачность (информативность) бизнеса (*I*). В результате этого можно сформировать в самом общем виде модель расчета показателя “внутренняя стоимость бизнеса”:

