

# Концепция стоимости бизнеса в стратегическом управлении

Юрий Наврузов,  
управляющий партнер компании Netton Consulting Group

Юрий Гринченко,  
консультант компании Netton Consulting Group

Все в нашей жизни имеет свою ценность, в том числе и собственное дело. Однако по отношению к бизнесу принято употреблять такое понятие как «стоимость». Для начала ее следует правильно рассчитать, но это лишь полдела. Чтобы определение стоимости не было пустым звуком, на предприятии должна существовать идеология стоимостного управления

**Е**сли вы зададитесь вопросом, в чем заключается формула успеха бизнеса, то самый краткий ответ будет содержать всего два слагаемых: стратегические решения и операционную эффективность. Стратегические решения определяют направление развития бизнеса. Операционная эффективность показывает, насколько результативно в избранном направлении используются разного рода ресурсы для обеспечения развития бизнеса.

## Три источника и три составных части стоимости

Успешно развивающийся бизнес должен приносить деньги. Эта непреложная истина определяет логику действий любой компании. Связь понятий «бизнес» и «деньги» настолько очевидна, что иногда эти слова употребляются как синонимы. В мире, где все продается и все покупается, а значит, имеет свою цену, бизнес стал основным инструментом производственной деятельности общества и неотъемлемой частью жизни украинского социума.

Не все отечественные компании задумываются о стоимости бизнеса. Оцениваются товары, услуги, издержки, технологии, работни-

ки, решения, интеллектуальный капитал, но стоимость бизнеса до сих пор остается эфемерной величиной из некоей параллельной реальности. Многим не понятно, что эта величина показывает, как она рассчитывается и зачем вообще нужна.

Однако ситуация, к счастью, изменяется к лучшему. Рынки в Украине становятся более зрелыми. Вырисовывается их структура, объемы, динамика развития. Появляются отечественные компании, которые являются полноценными бизнес-образованиями с развитой материальной базой, внятной стратегией и профессиональным управлением. Все более очевидное укрупнение украинского бизнеса неизбежно ведет к разделению собственности и управления.

Происходят существенные изменения и в инвестиционном процессе: рост бизнеса за счет приобретения недооцененных активов становится достоянием прошлого. Успешность современного бизнеса предполагает существенные объемы и продолжительные сроки инвестирования. Учитывая то, что главное условие инвестиционного решения — точный расчет рисков и ожидаемой прибыли, возрастает потребность оценивать инвестиции как факторы наращивания стоимости бизнеса.

Степень развития бизнеса можно измерить тем, насколько увеличивается его стоимость, измеряемая в денежном эквиваленте.

## Учимся подсчитывать

Как и многие концепции в бизнесе и менеджменте, понятие «стоимость бизнеса» пришло к нам из практики развитых стран с рыночной экономикой. Неудивительно, что наибольшее распространение оно получило в США. Особенностью экономики Соединенных Штатов, как и других стран с англосаксонской моделью корпоративного управления, является высокая степень развитости рынка ценных бумаг. В условиях, когда акции подавляющего большинства компаний котируются на фондовой бирже, стоимость бизнеса обретает конкретное значение и материализуется в цене акций.

Конечно же, суммарная рыночная стоимость акций как стоимость компании являет-

Если предвидеть будущие прибыли собственного бизнеса — сверхсложная задача, то предугадать возможность заработка другого бизнеса, даже виртуального, — просто неразрешимая

ся слишком узкой категорией и практически не используется даже в США, но все же она представляет собой некую величину, ориентировочно отображающую стоимость бизнеса. Интерпретация данного понятия остается размытой и варьируется от автора к автору, от ситуации к ситуации. Остановимся на наиболее практичном и распространенном определении. Рассматривая стоимость бизнеса как его способность генерировать прибыль, прежде всего следует выяснить, какую прибыль мы имеем в виду, кто является ее получателем, в течение какого периода предполагается ее получать и каким образом учитывать прибыль, получаемую в нефинансовом виде.

Подход дисконтированных денежных потоков представляет собой попытку оценки стоимости бизнеса в рамках математической модели многофакторного анализа. Стоимость компании определяется ее будущими прибылями или положительными денежными потоками, поэтому можно отобразить эту зависимость в виде формулы:

$$VB = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+i)^k},$$

где  $VB$  — это показатель стоимости бизнеса,  $CF_k$  — значение денежного потока в соот-

ветствующем периоде,  $k$  — номер периода,  $n$  — общее количество периодов, которые учитываются;  $i$  — ставка дисконтирования, принятая для данного бизнеса. Таким образом, для определения стоимости компании необходимо обозначить перспективный период получения прибыли, спрогнозировать денежные потоки в каждом из будущих периодов и рассчитать ставку дисконтирования для данного бизнеса.

За нехитрыми на первый взгляд расчетами на самом деле скрываются титанические усилия по решению вышеназванных задач. Даже самая простая из них — определение срока для расчета денежных потоков — требует понимания задач бизнеса, его специфики, четкого представления об альтернативных вариантах получения прибыли и возможных горизонтах планирования. Прогнозирование само по себе является нелегкой задачей, а прогнозирование будущих потоков — в особенности. Чаще всего

оно содержит оценку вероятности получения определенной суммы денежного потока в заданном периоде. Так как эти предположения носят вероятностный характер, то возникает

риск, который нуждается в дополнительном анализе.

Наиболее сложной задачей является определение ставки дисконтирования. Ее экономический смысл — показать сумму альтернативной прибыли, которую можно получить в заданном периоде. Для этого нужно подобрать соответствующие альтернативы, имеющие схожие параметры, что и оцениваемый бизнес. А потом следует спрогнозировать денежные потоки, которые возникают в контексте каждой из них. Если предвидеть будущие прибыли собственного бизнеса — сверхсложная задача, то предугадать возможность заработка другого бизнеса, даже виртуального, — просто неразрешимая. Поэтому ставка дисконтирования чаще всего выбирается исходя из представлений о степени рискованности бизнеса и отраслевой нормы прибыли.

Для оценки стоимости бизнеса используются наиболее распространенные методы:

- экономическая добавленная стоимость (economic value added — EVA), которая представляет собой разницу между чистой операционной прибылью с учетом выплаты по процентам до вычета налогов и средневзвешенной стоимостью капитала, умноженную на его стоимостную оценку;

- чистая приведенная стоимость (net present value – NPV), отражающая настоящую стоимость будущих денежных потоков;
- денежные потоки от инвестиций (cash flow return on investment – CFROI), влияющие на стоимость бизнеса через соотношение будущих положительных и отрицательных денежных потоков;
- добавленный денежный поток (cash flow added – CFA), который отражает разни-

Повышение операционной эффективности деятельности компании зависит от того, насколько они будут в своей ежедневной деятельности придерживаться принятых стратегических решений и стремиться наращивать стоимость бизнеса. Поскольку отстраненный собственник может поощрять менеджеров только денежным вознаграждением, появляется уникальная возможность привязать стимулирование менеджмента к результатам по наращиванию стоимости бизнеса, а не к текущим показателям деятельности компании

цу между скорректированными денежными потоками от вложения капитала и скорректированной средневзвешенной стоимостью этого капитала.

Несмотря на то что у каждого метода своя специфика использования, их объединяет четкая направленность на прогнозирование и дисконтирование будущих денежных потоков. Применение этих методов позволяет получить значение стоимости бизнеса, наиболее точно отражающее его способность приносить прибыль своим владельцам в будущем. Единственный фактор, препятствующий полному доминированию этого подхода, – это сложность прогнозирования и вероятностная оценка, что существенно повышает уровень риска при принятии управленческих решений, связанных со стоимостью бизнеса. Тем не менее есть основания утверждать о целесообразности использования именно подхода дисконтирования будущих денежных потоков в оценке стоимости бизнеса. Если определять стоимость бизнеса как параметр, служащий главным критерием для выбора стратегических альтернатив развития компании, то подход дисконтированных денежных потоков является наиболее оптимальным.

## Стратегии и стоимость

Как ключевой показатель результативности деятельности компании, стоимость бизнеса оказывает огромное воздействие на всю логику управления, как на уровне принятия стратегических решений, так и для повышения операционной эффективности их реализации. Что означает принятие стратегических решений? При правильном подходе к стратегическому управлению это есть ни что иное, как

осознанный выбор наиболее привлекательной альтернативы. Та альтернатива, которая ведет к большему наращиванию стоимости бизнеса, и должна быть сознательно выбрана в качестве стратегического решения. Таким образом отстраненный собственник может определить судьбоносную и для своего кармана, и для всей компании стратегию дальнейшего развития.

На практике ее реализовывают менеджеры разных уровней. Повышение операционной эффективности деятельности компании зависит от того, насколько они будут в своей ежедневной деятельности придерживаться принятых стратегических решений и стремиться наращивать стоимость бизнеса. Поскольку отстраненный собственник может поощрять менеджеров только денежным вознаграждением, появляется уникальная возможность привязать стимулирование менеджмента к результатам по наращиванию стоимости бизнеса, а не к текущим показателям деятельности компании.

Идеология стоимостного управления только пробивает себе дорогу в украинском бизнесе. Даже при огромном прогрессе методологического и инструментального обеспечения такого управления остается немало вопросов, нуждающихся в тщательной проработке и проверке. В интересах всех участников рынка будет разумным объединить усилия для поиска ответов на эти вопросы. |

### GD-редакция

Приглашаем вас принять участие в обсуждении темы в рамках «круглого стола»: **«Стратегии наращивания стоимости бизнеса как инструмент увеличения конкурентоспособности компании»**, которое состоится в Киеве 23 сентября.

Подробнее на стр. 5 ▶