

Стоимость компании в теории и на практике

Александр Мертенс

*«Это теория, на практике все по-другому». «Это у них там (на Западе) работает, нам здесь это не нужно». Так часто говорят наши предприниматели и менеджеры столкнувшись (например, участвуя в учебных или тренинговых программах) с современной финансовой наукой. Причин может быть, как минимум, две. Либо преподаватель (или консультант), объяснявший эту «теорию», сам немного в ней понимает, либо же слушатель недостаточно хорошо понимает «практику» - те задачи, которые ставит перед ним современная бизнес-среда. Очень концентрировано это проявляется в отношении вопроса, становящегося в последнее время очень модным - **стоимости компании**.*

Трудно найти вопрос, вокруг которого существовало бы столько заблуждений, поверхностных (или наоборот - чрезмерно усложненных) мнений и ошибочных рекомендаций. Это объясняется не только некомпетентностью. Проблема на самом деле сложна, и на многие вопросы ответов просто не существует (по крайней мере, пока).

Пять мифов о стоимости компании

1. Стоимость бизнеса можно объективно оценить. Это не так не только потому, что речь идет о *прогнозировании* генерируемых бизнесом будущих (а значит - неопределенных, неизвестных с точностью, зависящих от множества внешних и внутренних факторов) потоках доходов и дисконтировании их по некоторой (большой вопрос - по какой именно?) ставке.

Одно из популярных определений *компании* - это *уникальная совокупность активов* (как материальных, так и нематериальных, включая человеческий капитал), способная генерировать квазиренду¹. С *экономической* точки зрения компанию можно упрощенно представить в виде баланса, где с одной стороны - активы, с другой - требования к этим активам (Табл. 1).

¹ Квазирендой принято называть превышение выгод (доходов) от использования того или иного ресурса над его альтернативной стоимостью. Квазиренда есть то, что удерживает фирму от прекращения операций, в отсутствие квазиренды фирма прекращает существование.

Таблица 1. Компания как уникальная совокупность активов

<i>Активы</i>	<i>Требования</i>
<ul style="list-style-type: none"> • Оборотный капитал и внеоборотные активы (включая нематериальные активы - репутацию, торговые марки и т.п.) • Человеческий капитал • Возможности пользоваться общественными благами и услугами, предоставляемыми государством (в том числе гарантии и охрана прав собственности, но также, к примеру, - обеспечение доступа к отдельным рынкам или ресурсам, монопольные права на те или иные виды деятельности, и т.п.) • Специфические инвестиции в долгосрочные отношения с поставщиками и потребителями 	<ul style="list-style-type: none"> • Собственники • Кредиторы • Менеджеры • Работники • Государство • Поставщики и потребители

Еще одно известное определение компании - это *совокупность контрактов* между заинтересованными сторонами. Эти контракты объективно являются *неполными* - т.е. не определяют точно - как именно будет разделены выгоды в каждой из возможных ситуаций. Это означает, что распределение выгод (доходов, денежных потоков) будет определяться тем, у кого есть *властные полномочия*. Классическая экономика говорит, что властные полномочия должны быть у собственников, поскольку они обладают *остаточными* требованиями к активам компании - могут получить что-то только после того, как удовлетворены требования кредиторов, менеджеров и работников, государства и других заинтересованных сторон. Сам по себе институт собственности объясняется неполнотой контрактов и необходимостью дележа выгод только *после того*, как они получены. Собственники формально и имеют полномочия (власть) по управлению компанией, а значит - по дележу получаемых выгод. Но в действительности все гораздо сложнее. Реальные властные полномочия могут быть распределены между всеми перечисленными в правой части таблицы 1 сторонами. Размер получаемых каждым заинтересованным участником выгод (тем самым - *стоимость* его требований) зависит от фактического распределения властных полномочий.

Интересно, что простой способ избежать конфликта интересов - по возможности максимально сосредоточить все требования к активам компании в одних руках - может не быть эффективным. Часто встречающаяся в Украине схема управления компаниями предполагает концентрацию собственности (что, в свою очередь, означает полный контроль над менеджментом - одного конфликта интересов уже избежали), исключение внешнего финансирования (в том числе долгового, кредиты если и используются, то - «родственных» подконтрольных банков), зависимость от поставщиков и потребителей снижается путем построения вертикально интегрированных конгломератов компаний с сосредоточением собственности в одних руках. Наконец, зависимость от государства нейтрализуется активным продвижением во власть. Проблема состоит в том, что даже если удастся сосредоточить все требования к активам компании в одних руках, это означает, что в одних руках будут сосредоточены и *все риски бизнеса*. Мотивация принятия пусть эффективных, но рискованных решений резко снижается (и наоборот - ценность «синицы в руках» существенно возрастает), что безусловно снижает стоимость бизнеса.

2. Рыночная стоимость - наиболее точный показатель того, сколько стоит компания.

Ценность финансовой теории состоит среди прочего в том, что она может достаточно точно указывать - при выполнении *каких именно* условий будет получен тот или иной результат. Рыночная цена акций есть точное отражение стоимости акционерного капитала компании *только при условии*, что финансовый рынок является *совершенным* и *информационно эффективным*. Совершенство рынка означает, среди прочего, конкурентность (никто не может манипулировать ценами), и линейность цен (тысяча акций стоит ровно в тысячу раз больше чем одна акция, занять миллион можно на тех же условиях, что и десять гривен). На совершенных рынках на цены не влияет имущественное положение инвесторов или их предпочтения относительно личного потребления. Информационная эффективность означает, что инвесторы, принимая решения, обладают всей существующей информацией относительно будущих перспектив компании. Естественно все это достаточно далеко от действительности даже для развитых рынков, но в особенности - когда речь идет о рынке, находящемся в зачаточной стадии развития.

3. Повышение стоимости бизнеса должно быть главной целью менеджмента. На самом деле цель менеджера, как и любого другого рационального экономического субъекта, - максимизация *собственных* выгод. Отношения собственников и менеджеров - пример классической проблемы мотивации и согласования интересов. Проблем, не имеющих однозначных решений, здесь очень много. По каким показателям оценивать деятельность менеджера? Как измерить эти показатели? Насколько эти показатели зависят от усилий менеджера и какова ошибка измерения? Как нейтрализовать объективно существующие у менеджера мотивы борьбы за властные полномочия и за увеличение своей доли выгод? (Часто последний вопрос формулируют совсем просто - как сделать так, чтобы менеджеры *не воровали*?) Увязка вознаграждения менеджеров со стоимостью бизнеса, даже если возможна, далеко не всегда эффективна. Да, можно разработать механизмы, увязывающие благосостояние менеджера с рыночной стоимостью компании (точнее - рыночной ценой акций) - примерами являются участие менеджеров в собственности, опционы на покупку акций т.п. Но рыночная цена отражает *информацию* о компании, доступную участникам рынка, и совсем не обязательно - реальную стоимость. В результате менеджеры работают не на повышение стоимости бизнеса, а на выгодное им информирование рынка (примеры *Enron, Worldcom*, и т.п.)

4. Собственники всегда заинтересованы в повышении стоимости принадлежащего им бизнеса. Собственники, также, как и менеджеры, стремятся к собственным выгодам. Для собственника, озабоченного ограниченным текущим потреблением, могут никакой ценности не представлять выгоды, связанные с долгосрочными перспективами компании. Попросту говоря, ему может быть *выгоднее* (исходя из его предпочтений, имущественного состояния, и т.д.) продать акцию сегодня за сто гривен, чем через три года за тысячу - и не только потому, что он не понимает (или не верит), что через три года она будет стоить тысячу. Возможен обратный случай, когда собственник ни за что не согласится продать бизнес, скажем, на сто миллионов, тогда как его реальная стоимость ни при каких условиях не превышает пятидесяти («мы будем строить большие корабли» - как говорил герой Ричарда Гира в фильме «Красотка», и никакие экономические стимулы не в состоянии повлиять на это решение).

Объединить интересы (изменить мотивы поведения) собственников может все тот же совершенный финансовый рынок, которого к сожалению в реальности не существует.

Люди говорящие об «эффективном собственнике» еще большие «теоретики», чем кабинетные ученые. «Эффективный собственник» возникает, когда есть возможности и эффективные механизмы согласования интересов всех сторон, имеющих отношение к

компаний². Если таких механизмов нет, собственник либо будет пытаться выйти из инвестиции, либо будет затрачивать ресурсы (в первую очередь - ресурсы компании) на *борьбу за власть*, стремясь увеличить свою долю выгод в ущерб другим сторонам и в *ущерб стоимости бизнеса*.

5. Решения, повышающие стоимость бизнеса, являются общественно эффективными.

Это не так по множеству причин. Во-первых, компании всегда будут стремиться к монопольной власти над рынком, так как это увеличивает прибыли и тем самым - стоимость фирмы. Во-вторых, деятельность компании может создавать внешние эффекты - например, когда используются ресурсы, которые не оплачиваются (скажем, загрязнение окружающей среды). В-третьих, снижение налоговых платежей увеличивает стоимость компании, но может далеко не соответствовать общественным интересам.

Прагматичный подход к стоимости компании

Начав, как может показаться, *за упокой* концепции стоимости компании, закончить необходимо *за здравие*. Понятие стоимости бизнеса может быть чрезвычайно *практически* полезно, как минимум, по двум причинам. Во-первых, как средство согласования интересов и основной критерий принятия стратегических решений. Во-вторых, грамотные оценки стоимости бизнеса важны при совершении конкретных сделок (например, слияний и поглощений) как ключевые аргументы для достижения и повышения эффективности соглашений между сторонами.

Стоимость компании как цель. Несмотря на все недостатки концепции стоимости компании, трудно назвать какой-либо более объективный критерий, позволяющий адекватно оценивать эффективность решений по управлению бизнесом (в особенности - стратегических решений). Если важные стратегические решения анализируются с точки зрения их влияния на стоимость бизнеса - это позволяет получить интегрированную стоимостную оценку как ближайшим, так и более отдаленным последствиям, учесть влияние на различные направления бизнеса, и т.п. Еще более важно то, что стоимость бизнеса может стать той целью, вокруг которой возможно *согласовать интересы* различных групп - для этого необходимо, чтобы рост стоимости бизнеса был выгоден не только собственникам, но и менеджерам, кредиторам, государству и т.д. Этого трудно добиться, но по крайней мере речь идет о достаточно понятной и «осязаемой» цели. Примерами успешных компаний, как правило, являются те, где найдены эффективные механизмы согласования интересов. Часто (не всегда!) интересы могут быть согласованы именно вокруг *повышения стоимости бизнеса*.

Конечно важно избежать упрощений. Нельзя думать, что любые действия (в особенности касающиеся стратегии компании) могут быть оценены одной-единственной цифрой (изменением стоимости), тем не менее стоимость компании может играть роль одного из ключевых приоритетов. Далее, чтобы не повторять многократно высказанные аргументы, отошлем читателя к первым главам «Стоимости компаний» Т. Коупленда и др. - поистине гимну во славу «менеджера, ориентированного на стоимость».

² Главной причиной всех проблем *корпоративного управления*, о которых сейчас много говорят в Украине, является как раз несформированные механизмы согласования интересов (вообще говоря, это же относится и к проблемам политической системы). Причем какие именно модели согласования интересов станут у нас основными сказать сейчас невозможно - можно лишь с определенной долей уверенности прогнозировать некоторые их черты: например, концентрацию собственности или, для крупного бизнеса, - существенную роль политической власти в контроле над компаниями и борьбе за ренты.

Стоимость компании как средство. Необходимость оценки стоимости возникает при принятии очень многих практических решений. Каков верхний предел цены, по которой выгодно приобрести (поглотить) бизнес? Какими должны быть пропорции обмена акций при слиянии компаний? Каким является нижний предел цены, по которой выгодно размещать акции новой эмиссии? Какой способ увеличения заемного капитала является наиболее выгодным для компании? Все это конкретные примеры *сделок*, где ценой (или, по крайней мере, - ключевым параметром) выступает стоимость бизнеса. Необходимость обсуждать вопросы оценки бизнеса для конкретных соглашений вызвана простым наблюдением огромного количества неэффективных сделок, совершаемых участниками нашего рынка (или, наоборот, - отсутствием сделок там, где они потенциально выгодны обоим сторонам). К счастью, при переходе от общих рассуждений к конкретным задачам, оказывается что проблемы не столь неразрешимо сложны и эффективные решение могут быть найдены.

Рассмотрим предельно упрощенный пример (основанный, тем не менее на реальном случае). Собственник Н-ского машиностроительного завода (для простоты считаем, что все акции сконцентрированы у одного лица) рассматривает возможность приобретения АО «Промкомпонент» - постоянного поставщика определенных комплектующих для Н-ского завода.

Уставный фонд Н-ского завода, равный 5 млн. грн., поделен на 10 млн. шт. акций номиналом 50 коп. каждая. Для АО «Промкомпонент» соответствующие данные: уставный фонд 40 млн. грн., количество акций 100 млн. шт., номинал - 40 коп. Будем считать, что имеются прогнозы свободного денежного потока для обоих предприятий (как отдельных компаний), который по оценкам будет постоянным (в реальном выражении) и равным 28 млн. грн. в год для Н-ского завода и 3,5 млн. грн. - для АО «Промкомпонент». При стоимости капитала (ставке дисконта) 20% годовых³ (реальная ставка) стоимость компаний составит $28/0,2=140$ млн. грн. и $3,5/0,2=17,5$ млн. грн. соответственно. Будем считать, что у АО «Промкомпонент» отсутствуют процентные долговые обязательства, а кредиторская задолженность находится на «нормальном» уровне, откуда можно сделать вывод, что стоимость бизнеса в целом равна стоимости акционерного капитала. Означает ли данная информация, что максимальная цена, которая может быть уплачена за 100% акций АО «Промкомпонент» равна 17,5 млн. грн. (17,5 коп. на акцию)? Предположим, что акционеры АО «Промкомпонент», руководствуясь теми или иными соображениями (ошибочными представлениями о стоимости бизнеса в отсутствие активного вторичного рынка данных акций, психологической ориентацией на номинал акции⁴, и т.п.) ни при каких обстоятельствах не продадут свои акции дешевле 40 коп. Означает ли это, что сделка не состоится, поскольку покупатель не заплатит дороже 17-18 коп., а продавец не отдаст дешевле 40 коп.? Не обязательно, поскольку при слияниях и поглощениях стоимость целого как правило не равняется сумме стоимости отдельных частей. Пусть после поглощения никаких существенных изменений в бизнесе обеих компаний не происходит, но появляется возможность снизить запасы на 5 млн. грн. и сократить издержки на 3 млн. грн. в год (2,1 млн. в посленалоговом выражении). Тем самым свободный денежный поток объединенной компании составит 38,6 млн. грн. в первый год после поглощения ($28 + 3,5 + 2,1 + 5$) и 33,6 млн. грн. в последующие годы (сокращение

³ В этом примере мы оставляем за скобками два ключевых вопроса - разработку прогноза денежного потока и определение ставки дисконтирования (стоимости привлечения капитала), т.к. каждая из этих проблем заслуживает отдельного разговора.

⁴ Вообще говоря, ориентация на номинальную стоимость, встречающуюся иногда даже среди профессионалов, рационально может быть объяснена только психологическими, но никак не рациональными экономическими причинами. Номинал, в особенности - в Украине, и в особенности для относительно «старых» предприятий не имеет и не может иметь (после периодов высокой инфляции, всех проведенных индексаций) какого-либо отношения к действительной стоимости акций.

запасов дает одноразовый прирост денежного потока в первом году). Стоимость объединенного бизнеса (при неизменной ставке дисконта 20%) будет равна $(1/1,2) * (38,6 + 33,6/0,2) = 172$ млн. грн.

Максимальная цена, которую целесообразно заплатить за бизнес АО «Промкомпонент» определяется как разница между стоимостью Н-ского завода до и после поглощения:

$$172 - 140 = 32 \text{ млн. грн.},$$

или 32 коп. за акцию. Эта стоимость может быть даже выше, если поглощение снижает риски бизнеса, снижая тем самым стоимость привлечения капитала (за счет снижения ставок кредитования и/или снижения требуемой доходности собственного капитала). Предположим (гипотетически) что стоимость привлечения капитала объединенной компании равна 15% годовых, тогда стоимость объединенной компании будет равна 228 млн. грн., тем самым максимальная цена акции АО «Промкомпонент» при поглощении будет равна 88 коп.

Существует еще один важный фактор, который нельзя игнорировать. Пусть покупатель *не обязан* выкупать все 100% акций поглощаемой компании и, в то же время, для *полного контроля* ему достаточно обладать, скажем, 60% акций⁵. Полный контроль означает, что имея 60% собственности, акционер имеет возможность получать *более чем 60%* потока на собственный капитал (часто это так и есть даже на цивилизованных рынках, и этим объясняется наличие *контрольных премий*). Пусть в нашем примере, приобретая 60% акций новый собственник будет отдавать владельцам оставшихся 40% не более 0,5 млн. грн. ежегодно (например, в виде дивидендов). Если ставка дисконта, как и ранее - 20%, максимальная цена 60% пакета акций АО «Промкомпонент» равняется

$$32 - 0,5/0,2 = 29,5 \text{ млн. грн.},$$

или 49 коп. за одну акцию.

Все нехитрые расчеты в рамках рассмотренного упрощенного примера приведены лишь с одной целью - показать важность и необходимость квалифицированных финансовых оценок при принятии важных стратегических решений - в том числе слияний и поглощений. При этом для людей принимающих решения жизненно важно не полагаться слепо на оценки, сделанные экспертами (оценщиками, аудиторами, консультантами). Важно «чувствовать» цифры, характеризующие стоимость компании, понимать, что речь идет не об абстрактных «теоретических формулах» а о *деньгах*, которые будут *потеряны* при принятии неверного решения либо при отказе от решения эффективного.

⁵ Доля акций, которую нужно иметь, чтобы действительно иметь полный контроль, может быть различной - это определяется не только законодательством, но и распределением оставшейся части акций. В отдельных случаях *фактически контрольным* может быть и пакет в 10%.

Отдельные проблемы оценки стоимости

Нет никакого смысла в короткой статье излагать методы и подходы оценки стоимости бизнеса, тем более что это является предметом множества толстых и хороших книг. Упомянем только лишь несколько важных вопросов, возникающих при решении прикладных задач и важных в контексте этой статьи.

Стоимость бизнеса наиболее корректно определять как приведенную стоимость генерируемых им денежных потоков. Формально это можно представить в виде

$$V = \sum_{t=1, \dots, T} PV(FCF_t) + PV(TV_T) + PV(TS) + PV(SE)$$

Первое слагаемое есть суммарная приведенная стоимость свободных денежных потоков, генерируемых компанией на протяжении определенного обозримого будущего промежутка времени (планового горизонта T), второе - приведенная на сегодняшний день стоимость компании *на конец* планового горизонта (т.н. *terminal value* - остаточная стоимость), третье - приведенная стоимость налоговой защиты (экономии на налоговых платежах), связанной с долговым финансированием, наконец, четвертое - приведенная стоимость денежных потоков, получаемых инвесторами, но неучтенных в первых трех компонентах.

Данная формула оценивает стоимость компании как сумму стоимости заемного и собственного капитала. Важнейшим и сложнейшим элементом оценки является прогнозирование свободного денежного потока, так как помимо чисто учетных проблем (как получить достоверные значения свободного денежного потока по доступной информации) слишком много случайных факторов оказывают на него влияние. Не менее важно, что определяя совокупную стоимость заемного и собственного капитала мы игнорируем влияние других сторон на денежный поток и его распределение. Потоки, которые компания может создать для инвесторов (собственников и кредиторов) зависят не только *собственно от эффективности бизнеса*, но и от властных возможностей и связанных с ними действий всех заинтересованных сторон, перечисленных в правой части таблицы 1. Потенциально это влияние призвано отразить четвертое слагаемое (аббревиатуру можно условно расшифровать как *side effects*). Если инвестор может получать дополнительные (помимо свободного денежного потока) выгоды, связанные с реализацией продукции через связанные фирмы, поставками сырья и материалов, снижением налогообложения (например, через «оффшорные» схемы), это безусловно отразится на его оценке бизнеса. Значение всех этих «побочных» эффектов может быть настолько большим, что бизнес, генерирующий отрицательный свободный денежный поток, тем не менее обладает значительной стоимостью с точки зрения инвестора.

Другая ключевая проблема - по какой ставке дисконтировать денежные потоки. Общее правило определения ставки дисконта не подлежит сомнению:

$$\text{Ставка дисконта } (r) = \text{Безрисковая ставка} + \text{Премия за риск}$$

Чаще всего, ставку дисконта определяют как средневзвешенную ставку по различным источникам капитала (т.к. разная форма вложений в одни и те же активы характеризуется различным риском), например

$$r = r_D * d + r_E * e,$$

d - доля долгового финансирования в капитале, e - доля собственного капитала, r_D - стоимость привлечения заемного капитала (средневзвешенная ставка по долгам), r_E - стоимость привлечения собственного капитала. Если ставки выражены в посленалоговом исчислении (налоговая защита по процентным платежам учтена в ставке дисконта), то в приведенной выше формуле для стоимости бизнеса $TS = 0$.

Существование единственной ставки, объективно отражающей риски бизнеса - не более чем теоретическая абстракция - свойство совершенного финансового рынка. Тем не менее, постулаты финансовой теории важны и для понимания реальных проблем. Прежде всего, это относится к факту, что величина премии за риск определяется тем, как коррелированы потоки, генерируемые данным бизнесом и доходы по другим активам, принадлежащим инвестору. Другими словами, важно, не то - сколько риска несет в себе бизнес, а сколько риска он добавляет к совокупным активам данного инвестора. Это означает, что премия за риск для определенного инвестора может быть и отрицательной - если доходность бизнеса *обратно связана* с доходностью активов и/или

уровнем благосостояния инвестора. Человека может удовлетворять небольшой (меньше безрисковой ставки) доход от актива, если этот актив страхует его от неблагоприятных ситуаций. Все вышеперечисленные аргументы приводят к важному выводу - объективной и однозначной оценки стоимости бизнеса (независимой от структуры требований к активам, распределения властных полномочий, интересов конкретного инвестора) в реальности может просто не существовать, но в то же время для каждой конкретной сделки (поглощение, слияние, выпуск акций, реструктуризация бизнеса и т.д.) могут быть определены *пределы стоимости компании*, в рамках которых сделка *возможна и выгодна для данного инвестора*.