

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ МОДЕЛИ ЭДВАРДСА-БЕЛЛА- ОЛЬСОНА

Фролова Н.В., Харитонов Т.Б.

*(Воронежский государственный архитектурно-
строительный университет, г. Воронеж)*

vgasu@vgasu.vrn.ru

Основой концепции управления стоимостью является то, что для акционеров компаний важнейшим является увеличение их благосостояния в результате функционирования организации. При этом данный рост измеряется ни введенными мощностями, ни количеством сотрудников, ни оборотом компании, а стоимостью предприятия, которым владеют акционеры. Одновременно стоимость является наиболее точной оценкой результатов деятельности предприятия, поскольку содержит наиболее полную информацию о текущем состоянии организации и перспективах ее функционирования.

Создаваемая стоимость в долгосрочной перспективе становится единственным конечным показателем, синтезирующим в себе влияние других показателей деятельности предприятия, как факторов, повышающих или понижающих стоимость, а также является лучшим критерием оптимальности принимаемых управленческих решений.

В тоже время повышение стоимости бизнеса отвечает интересам всех участников корпоративного управления.

Концепция управления стоимостью компании в долгосрочной перспективе позволяет в максимальной степени удовлетворить интересы собственников, определить оптимальные стратегические направления своего развития и выработать систему управленческих мер, способствующих достижению поставленных целей.

Управление стоимостью создает возможности для балансирования интересов менеджмента, собственников, акцио-

неров, что способствует повышению эффективности корпоративного управления.

Управление, стремящееся максимизировать стоимость предприятия, является тем инструментом, который связывает стратегические решения, принимаемые на уровне советов директоров, с решениями более низких управленческих уровней.

В соответствии с этим, управление стоимостью должно быть направлено на решение следующих задач:

1) рост эффективности организации – главная цель управления стоимостью;

2) развитие предприятия будет осуществляться только за счет таких мероприятий, которые обеспечивают наиболее динамичный рост его стоимости;

3) управление стоимостью предполагает определение целевых нормативов эффективности и оценочных показателей для всех структурных элементов организации;

4) выявляя ключевые факторы стоимости, управление стоимостью определяет на предприятии зоны, требующие особого внимания со стороны менеджеров.

Управление стоимостью компании, с целью ее максимизации позволит обоснованно принимать решения о:

- необходимости изменения в составе активов предприятия;
- целесообразности участия в капитале других акционерных обществ;
- характере динамики стоимости имущества и предприятия в целом с учетом поставленных стратегических, тактических и оперативных целей управления, а также многих других задач.

Существует множество методик определения стоимости бизнеса, однако большинство из них может быть сгруппировано в три подхода: сравнительный, доходный и затратный, внутри которых могут быть различные методы. [1]

Данные подходы и методы оценки стоимости позволяют рассматривать стоимость предприятия под различными углами зрения. Анализ литературных источников по пробле-

ме оценке стоимости [2, 4] позволил выявить их преимущества и недостатки. Характеристика преимуществ и недостатков основных подходов к оценке стоимости предприятия представлены в таблице 1.

Таблица 1

Характеристика преимуществ и недостатков основных традиционных подходов к оценке стоимости предприятия

| Преимущества | Недостатки |
|---|---|
| затратный подход | |
| 1) доступность информации для его применения; 2) основывается на реально существующих активах | 1) не учитываются перспективы развития и получения доходов в будущем; 2) количественная оценка стоимости зависит от учетной политики предприятия и методики оценки основных фондов; |
| сравнительный подход | |
| 1) учитывается конъюнктура рынка и реальные предпочтения инвесторов; 2) реальное отражение спроса и предложения на данный объект, адекватно учитывающее риск и доходность; 3) более высокая обоснованность по сравнению с другими подходами, основанными на расчетах и прогнозах; | 1) использование ретроспективной информации приводит к игнорированию перспектив развития бизнеса; 2) объективность ограничена отсутствием полностью идентичных компаний; 3) сложность получения финансовой информации по предприятиям -аналогам |
| доходный подход | |
| 1) оценивает самую важную характеристику предприятия: | 1) в значительной степени зависит от реалистичности и |

| | |
|---|---|
| способность генерировать денежные потоки; 2) учитывает временной фактор стоимости будущих потоков; 3) учитывает эффекты объединения в премиях к оценке. | точности прогнозов дальнейшего развития предприятия; 2) трудоемкий прогноз; 3) частично носит вероятностный характер. |
|---|---|

Следует отметить, что ни один из перечисленных подходов и методов не только не является взаимоисключающими, но и дополняют друг друга. Сопоставление результатов, полученных в ходе применения различных методов, имеет большую информативность для менеджмента предприятия, нежели результаты, полученные одним методом.

Обычно при оценке стоимости предприятия в зависимости от поставленных условий, состояния самого объекта и состояния экономической среды используют сочетание двух-трех методов, наиболее подходящих в данной ситуации.

При проведении оценки стоимости бизнеса, по мнению автора целесообразно использовать методы, базирующиеся на концепции остаточного подхода, а именно Модель Эдвардса-Белла-Ольсона (ЕВО).

Модель ЕВО является одной из моделей доходного подхода, поскольку стоимость бизнеса в ней определяется на основе суммы дисконтированных будущих «остаточных» доходов. Поток «остаточных» доходов равен разности между ожидаемым потоком чистой прибыли и рядом представляющим ее «нормальные» ожидаемые значения. [5]

Модель Эдвардса-Белла-Ольсона (ЕВО) представляет собой модель оценки стоимости (V) акций (бизнеса) по следующей формуле:

$$V = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[\Delta x_t]}{(1+r)^t}$$

где B_t – собственный капитал (чистые активы) компании на момент t ;

E – символ математического ожидания;

r – ставка дисконтирования соответствующая ожидаемой стоимости обслуживания капитала;

Δx_t – отклонение чистой прибыли на момент t от "нормы" (так называемая «сверх» прибыль или "остаточный" доход); ее отрицательная величина означает недостаточную эффективность, "недобор" до нормы.

Норма отклонения чистой прибыли на момент t определяется как ожидаемая стоимость обслуживания акционерного капитала:

$$\Delta x_t = x_t - rB_{t-1}$$

где x_t – прибыль за период t .

В основе модели лежит принцип учета чистого прироста (Clean Surplus Accounting), также называемый соотношением чистого прироста (Clean Surplus Relation). Этот принцип задает балансовое условие динамики чистых активов:

$$B = B_{t-1} + x_t - d_t,$$

которое должно выполняться в принятой системе учета. Здесь:

B_t – чистые активы (ЧА) на конец t -го периода;

x_t – прибыль за период t ;

d_t – «чистые» или обобщенные дивиденды, представляющие собой разницу между распределенными доходами (дивидендами и другими выплатами из чистой прибыли) и внешним инвестированием, увеличивающим величину ЧА предприятия.

В практической оценке стоимости компании, часто разбивают стоимость бизнеса на две составляющие: на настоящую стоимость дисконтированного денежного потока в течение некоторого прогнозного периода и настоящую стоимость предприятия в конце этого периода, называемую терминальной или остаточной стоимостью (реверсией). [3]

В качестве терминальной стоимости (реверсии) в модели ЕВО выбирается стоимость чистых активов предприятия на конец прогнозного периода. Терминальная стоимость в смысле модели ЕВО представляет собой стоимость предприятия в случае прекращения его деятельности. В этом случае формула ЕВО примет следующий вид:

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{x_t - rB_{t-1}}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1+r)^t} + \frac{B_T}{(1+r)^T}$$

Модель ЕВО обладает следующими преимуществами:

1. Данный метод обладает понятной технологией расчета и наличием исходных данных для такого расчета на российских предприятиях.

2. Специалисты теории бухгалтерского учета считают достоинством модели установление формальных связей между оценкой и числами бухучета.

3. Отмечается многосторонность модели и возможности ее использования для анализа различий национальных систем учета.

4. Традиционно считается и в ряде статей подтверждается, что между изменениями в стоимости бизнеса и числами бухгалтерского учета статистическая связь мала (низкие значения R-квадрат) и почти не прослеживается. Однако анализ на основе модели ЕВО, наоборот, выявляет существование значительной статистической связи: согласно исследованиям Франкела и Ли (Frankel and Lee, 1996) для большинства анализируемых стран оценка на основе модели остаточных доходов объясняла более чем 70% кросс-секционных отклонений в ценах.

5. Остальные фундаментальные экономические показатели, не используемые в модели ЕВО не оказывают существенного влияния на формирование внутренней стоимости бизнеса. Согласно работе Хэнда и Лэндсмана, используемые в модели ЕВО исходные переменные: чистые активы, чистая прибыль и дивиденды определяют более 80% дисперсии (R-квадрат), роль же прочих показателей оказывается гораздо менее значимой, чем это считалось раньше.

6. Высокий потенциал модели в объяснении формирования стоимости бизнеса может быть использован при выработке стратегии развития компании. Если в качестве критерия эффективности управления выбирать максимизацию стоимости бизнеса, то модель Ольсона предоставляет конкретный инструмент расчета эффективности с привязкой к реальным балансовым данным.

Для целей оценки стоимости российских предприятий модель ЕВО успешно применяется с 1999 года (Меладзе В.Э., Мунерман И.В.) [5]

Основным препятствием на пути применения модели ЕВО для получения оценки стоимости бизнеса является невыполнение принципа учета чистого прироста (Clean Surplus Accounting). Однако необходимо отметить, что отношение чистого прироста нарушается в той или иной степени во всех национальных системах учета. Переоценка основных средств в Великобритании или доход за счет курсовых разниц валютных ценностей в США изменяют величину собственного капитала компании не отражаясь напрямую в прибыли.

Российские ПБУ допускают много возможностей увеличения или уменьшения чистых активов без отражения на счетах прибыли/убытков. В итоге, чтобы точно отделить изменения чистых активов за счет внешнего финансирования или распределения доходов от изменений возникших в результате собственной деятельности компании или изменения стоимости ее активов, следует проанализировать каждую проводку, изменяющую величину собственного капитала. [2]

Необходимо отметить, что данный недостаток свойственен исключительно модели ЕВО. Например, при оценке бизнеса методом дисконтирования свободного денежного потока, как правило, величина денежного потока рассчитывается на основе укрупненных данных учета, путем вычитания из чистой прибыли сумм капитальных затрат и добавления амортизационных отчислений. Однако фактический свободный денежный поток скорее всего будет отличаться от рассчитанной таким образом величины и точно может быть определен только при детальном анализе бухгалтерских проводок, т.е. с использованием инсайдерской информации.

Таким образом, использование Модели Эдвардса-Белла-Ольсона (ЕВО) для оценки стоимости компании способно дать не только результаты, связанные с повышением эффективности корпоративного управления предприятия, но одновременно увеличивает имидж предприятия, как у соб-

ственных акционеров, так и потенциальных инвесторов предприятия.

Литература

1. Бабух А.А. *Оцениваем бизнес компании* // Главбух. 2004. № 6.
2. *Модель оценки стоимости компании: разработка и применение* // Финансовый директор, № 12, 2003.
3. *Расчет ставки дисконтирования* // Финансовый директор, № 4, 2003.
4. *Семь нот менеджмента*. – 5-у изд., доп. – М.: ЗАО «Журнал Эксперт», ООО «Издательство ЭКСМО», 2002. – 656 с.
5. public@hi-audit.ru.