

Стоимость компаний в теории и на практике.

Оценка стоимости компании представляет большую сложность. Трудно найти вопрос, вокруг которого существовало бы столько заблуждений, поверхностных или, наоборот, чрезмерно усложненных мнений и ошибочных рекомендаций.

«Это теория, на практике все по-другому», «это у них там (на Западе) работает, нам здесь это не нужно», - так часто говорят наши менеджеры, столкнувшись с современной финансовой наукой (например, в учебных или тренинговых центрах). Причин может быть, как минимум, две. Либо преподаватель (или консультант), объяснявший эту «теорию», сам плохо в ней разбирается, либо же слушатель недостаточно хорошо понимает «практику», т. е. те задачи, которые ставит перед ним современная бизнес-среда. Очень ярко это проявляется в отношении вопроса, ставшего в последнее время очень актуальным, - 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 компаний.

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: компания - это уникальная совокупность активов (как материальных, так и нематериальных, включая человеческий капитал), способная генерировать квазиренту. Квазирентой принято называть превышение выгод (доходов) от использования того или иного ресурса над его альтернативной стоимостью. Квазирента есть то, что удерживает фирму от прекращения операций. В отсутствие квазиренты фирма прекращает существование.

С экономической точки зрения компанию можно упрощенно представить в виде баланса, где с одной стороны - активы, с другой - требования к этим активам (см. таблицу).

Таблица. Компания как уникальная совокупность активов

Активы	Требования
Оборотный капитал и внеоборотные активы	Оборотные активы (включая нематериальные активы - репутацию, торговые марки, патенты и т.д.)
Человеческий капитал	- Кредиторы

Возможности пользоваться общедоступными благами и услугами, предоставляемыми государством

- Работники
- Государство

Специфические инвестиции поставщиков и потребителей в отношения с поставщиками и потребителями

В соответствии с одним известным определением компания - это совокупность контрактов между заинтересованными сторонами. Эти контракты объективно являются неполными, т. е. не определяют точно как именно будут 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, т. е. 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 их получения. Собственники формально имеют полномочия (власть) по управлению компанией, а значит и по дележу получаемых выгод. Но в действительности все гораздо сложнее. Реальные властные полномочия могут быть распределены между всеми перечисленными в правой части табл. 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, но и это может не быть эффективным. Часто встречающаяся в Украине схема управления компаниями предполагает концентрацию собственности (что, в свою очередь, означает полный контроль над менеджментом, т. е. одного конфликта интересов уже избежали), исключение внешнего финансирования (в т. ч. долгового, кредиты если и используются, то «родственных» подконтрольных банков), зависимость от поставщиков и потребителей снижается путем построения вертикально интегрированных конгломератов компаний со 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 является точным отражением 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, одолжить 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 своего 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 сделать так, чтобы менеджеры не воровали? Увязка вознаграждения менеджеров со стоимостью бизнеса, даже если она возможна, далеко не всегда эффективна. Да, можно разработать механизмы, увязывающие благосостояние менеджера с рыночной стоимостью компании, точнее с рыночной ценой акций. Но рыночная цена отражает информацию о компании, доступную участникам рынка, и совсем не обязательно его реальную стоимость. В результате, менеджеры работают не на повышение стоимости бизнеса, а на выгодное им информирование рынка (например, «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 не представлять никакой ценности выгоды, связанные с долгосрочными перспективами компании. Попросту говоря, ему может быть выгоднее продать акцию сегодня за сто гривен, чем через три года за тысячу и не только потому, что он не верит в перспективу. 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.

Объединить интересы, т. е. 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 компании. 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, т. к. 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.

Прагматический подход к стоимости компании.

Понятие стоимости бизнеса может иметь чрезвычайную практическую полезность, 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) 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. д. Еще более важно то, что стоимость бизнеса может стать целью, вокруг которой возможно согласовать интересы различных групп. Для этого необходимо, чтобы рост стоимости бизнеса был выгоден не только собственникам, но и менеджерам, кредиторам и государству. Примерами успешных компаний, как правило, являются те, где найдены эффективные механизмы согласования интересов.

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.

Стоимость компании как средство. Необходимость оценки стоимости возникает при принятии 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 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 решения могут быть найдены.

Рассмотрим предельно упрощенный пример. 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 копеек каждая. АО «Промкомпонент» имеет следующие данные: уставный фонд - 40 млн. грн., количество акций - 100 млн. шт., номинал - 40 копеек. Будем считать, что имеются прогнозы свободного денежного потока для обоих предприятий (как отдельных компаний), который по оценкам будет постоянным и равным 28 млн. грн. в год для Н-ского завода и 3,5 млн. грн. для АО «Промкомпонент». При стоимости капитала (реальной ставке дисконта) 20% годовых стоимость компаний составит $28/0,2 = 140$ (млн. грн.) и $3,5/0,2 = 17,5$ (млн. грн.), соответственно. Предположим, что у АО «Промкомпонент» отсутствуют процентные долговые обязательства, а кредиторская задолженность находится на «нормальном» уровне. Отсюда 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 копеек за 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 акции) ни при каких обстоятельствах не продадут свои акции дешевле 40 копеек. Означает ли это, что сделка не состоится, поскольку покупатель не заплатит дороже 17-18 копеек, а продавец не отдаст дешевле 40 копеек? Не обязательно, поскольку при слияниях и поглощениях стоимость целого, как правило, не равняется сумме стоимости отдельных его частей. Пусть после поглощения никаких существенных изменений в бизнесе обоих 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 запасов дает одноразовый прирост денежного потока в первом году). Стоимость объединенного бизнеса (при неизменной ставке дисконта 20%) будет равна $(1/1,2) \cdot (38,6 + 33,6/0,2) = 172$ (млн. грн.).

Максимальная цена, которую целесообразно заплатить за бизнес АО «Промкомпонент» определяется как разность между стоимостью Н-ского завода до и после поглощения: $172 - 140 = 32$ (млн. грн.) или 32 копейки 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 компанией равна 15% годовых, тогда стоимость объединенной компании будет равна 228 млн. грн., тем самым максимальная цена акции АО «Промкомпонент» при поглощении будет равна 88 копеек.

Существует еще один важный фактор, который нельзя игнорировать. Допустим, покупатель не обязан выкупать все 100% акций поглощаемой компании и, в то же время, для полного контроля ему достаточно обладать, скажем, 60% акций. Полный контроль означает, что, имея 60% собственности, акционер имеет возможность получать более чем 60% потока на собственный капитал. 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 $32 - 0,5/0,2 = 29,5$ (млн. грн.) или 49 копеек 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 т. ч. при слиянии и поглощении. 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 эффективного решения.