

ПОКАЗАТЕЛИ СТОИМОСТИ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ ДЛЯ ЧАСТНОЙ КОМПАНИИ В КОНТЕКСТЕ ЖЦО

Статья посвящена основным принципам ежегодной финансовой отчетности для компаний закрытого типа, сконструированной на основе «трех координат» стоимости: ликвидности, инвестиционного риска и экономической прибыли, — в контексте концепции жизненного цикла организации. Рассмотрены рекомендуемые новые формы отчетности и способы расчета основных показателей. Обосновывается создание новых форм оценки деятельности на основе стоимостных измерений как принципиально иная философия управления, повышающая уровень требовательности к качеству менеджмента компании и дающая серьезные конкурентные преимущества.

Ключевые слова: стоимость компании закрытого типа; слагаемые стоимости; финансовая отчетность на основе стоимости; стадии жизненного цикла организации.

Стоимость как важнейшее финансовое измерение существует у любой компании независимо от ее специфики, структуры собственности и организационно-правовой формы. Многие компании закрытого типа уже вплотную подошли к вопросу регулярной оценки стоимости. Сущность стоимостного подхода к управлению и его принципиальная для российских компаний закрытого типа новизна были рассмотрены в работах [3; 4]. Стоимостный подход к управлению собственностью, как известно, повышает критерии успеха компании, оценку результатов ее деятельности и по-новому ставит задачи для дальнейшего развития, а его применение проявляется в нескольких основных «слагаемых стоимости» [5].

Во-первых, необходимо создавать систему стратегического планирования, ориентированного на рост инвестиционной стоимости компании, в рамках которой выбираются такие стратегические альтернативы, которые обеспечат в будущем приращение стоимости компании.

Во-вторых, нужны новые показатели результативности операционной деятельности компании.

В-третьих, требуются специальные управленческие регламенты, выявляющие ключевые факторы стоимости (от чего зависит в большей степени ее создание или уменьшение), которые могут быть как количественными, так и качественными.

В-четвертых, новую систему показателей необходимо увязать с мотивационными системами.

И наконец, пятое — это создание наряду с отчетностью оперативной системы стратегической отчетности, которая включает количественные и качественные долгосрочные показатели, на основании которых собственники и потенциальные ин-

* © Долматова И.Н., 2012

Долматова Ирина Николаевна (i.dolmatova2010@yandex.ru), ООО «Управляющая Компания «Версиво», 443031, Российская Федерация, г. Самара, пр. Кирова, 415.

весторы могут составить представление о стоимости бизнеса и целесообразности дальнейших инвестиций.

На наш взгляд, первым шагом на пути изменения подхода к управлению любой небольшой компании закрытого типа становится изменение ежегодной системы отчетности предприятия.

Новая система отчетности частной компании прежде всего должна отвечать критериям *разумности*. Несмотря на присутствие в типовой отчетности компании множества разноплановых показателей и коэффициентов, описывающих различные области деятельности, в этой системе данных могут вообще отсутствовать те, на основании которых нужно принимать любые управленческие решения. «Разумные» показатели деятельности отличаются от обычных тем, что они соотносят компанию с окружающей средой, определяют ее позицию в пространстве различных вариантов и рисков, устанавливают четкие ориентиры для ее дальнейшего развития и существенно продлевают горизонт видения будущего. С их помощью компания получает целостное представление о внешнем мире и своей текущей позиции в нем.

Насколько эти новые показатели важны именно для компаний закрытого типа, сомневаться не приходится: с их помощью решается проблема *короткого горизонта видения* таких фирм, компенсируются *информационная непрозрачность среды*, в которой они функционируют, и *недостаток стратегического стиля мышления*.

Говоря о системе отчетности, дающей представление о подлинной инвестиционной стоимости компании, нам нужно иметь в виду три основных компонента, три «финансовые координаты» (с различной относительной важностью на траектории жизненного цикла организации) [5]:

- 1) Ликвидность (финансовые потоки FCF);
- 2) Инвестиционный риск (барьерную или требуемую доходность WACC);
- 3) Подлинную стоимость (экономическую прибыль RI).

Основной принцип отчетности – ежегодный систематический расчет показателей свободных финансовых потоков (FCF), средневзвешенной стоимости капитала (WACC – *weighted average cost of capital*) и экономической прибыли (RI – *residual income*) как разницы между прибылью фактической (бухгалтерской) и минимальной требуемой доходности.

Свободные денежные потоки рассчитываются по формуле (1):

$$FCFE = NI + D - \Delta NWC - capex + \Delta ND, \quad (1)$$

где: NI (net income) – чистая прибыль; D (depreciation) – расходы на амортизацию; ΔNWC (net working capital) – изменения в чистом оборотном капитале; Capex (capital expenditure) – капиталовложения в долгосрочные активы; ΔND (net debt) – изменение чистого заемного капитала, равное новым поступлениям заемного капитала за минусом выплаты основной суммы долга

У каждой компании имеются в распоряжении все перечисленные показатели для следования этой методике.

Гораздо более сложный вопрос – расчет двух других показателей: инвестиционного риска (WACC) и экономической прибыли (RI). Необходимое условие для их расчета – достижение согласия ключевых лиц, принимающих стратегические решения и выносящих оценки результативности, по вопросу использования понятия *требуемой доходности* как эталона для сопоставления с фактически достигнутой (или планируемой) доходностью вложенного капитала.

WACC – основа расчета стоимостных показателей

Первый шаг к измерению уровня рисков и приращения подлинной стоимости заключается в достижении договоренностей в методике расчета ставки барьерной доходности WACC. Для непубличной компании стоит принять максимально упрощенную методику, которая была бы понятна и выглядела обоснованной для всех ключевых лиц, осуществляющих и контролирующую деятельность компании. Ставка средневзвешенной требуемой доходности капитала рассчитывается по формуле (2).

$$WACC = K_s * (S/S+D) + K_d * (D/S+D), \quad (2)$$

где: S – собственный капитал компании; D – заемный капитал; K_d – ставки банковского процента по предоставленным кредитам; K_s – требуемая доходность собственного капитала.

Особую сложность для частной компании представляет определение требуемой доходности собственного капитала K_s. Собственники всегда затрудняются определить ожидаемую доходность от своего бизнеса, по этому вопросу, особенно если компания партнерского типа, у каждого владельца существует свое субъективное мнение. Тем не менее основная и наиболее сложная задача – достичь договоренностей по вопросу определения требуемой доходности частного инвестированного капитала с учетом сложившейся специфики национальной институциональной среды, отрасли и компании.

Для закрытой компании, с точки зрения автора, целесообразно применить так называемый кумулятивный метод, используя формулу (3):

$$K_s = R_f + (R_m - R_f) + R_{size} + R_{operation} + R_{fin} + R_{corp}, \quad (3)$$

где: R_f – доходность по безрисковым активам; (R_m - R_f) – премия за рыночный риск, определяемая как средняя рыночная доходность ЦБ на фондовом рынке минус доходность безрисковых активов (облигаций); R_{size} – риск, связанный с размером компании. Если компания непубличная, то она почти всегда считается малой и необходимо учесть риск как максимальный; R_{operation} – деловой (операционный) риск; R_{fin} – финансовый риск; R_{corp} – корпоративный риск; эти показатели определяются экспертным путем. Для каждого из них есть определенный перечень факторов, оценивая каждый из которых и складывая в сумме, мы получаем агрегированный показатель, отражающий профиль рисков для данной компании.

Если решена задача определения согласованной методики расчета WACC и K_s, которая является, на наш взгляд, наиболее ресурсозатратной, зависящей от множества дополнительных факторов, к примеру, от уровня доверия внутри состава собственников, различий в их видении, уровне образования и понимания, – в этом случае переход к новым показателям результативности становится скорее вопросом организационным.

Экономическая прибыль вместо бухгалтерской

Экономическая или остаточная прибыль RI (residual income) определяется как разница между фактической капиталоотдачей и требуемой капиталоотдачей с помощью формулы (4):

$$RI = (ROCE - r) \times CE, \quad (4)$$

где RI – экономическая прибыль; ROCE (return on capital employed) – доходность инвестированного капитала; r – доходность альтернативных инвестиций, сопоставимых по риску; CE (capital employed) – инвестированный капитал.

Как упрощенный вариант для компании закрытого типа можно использовать другую версию формулы расчета экономической прибыли, которая связана только с оценкой собственного инвестированного капитала, а не совокупного (суммы собственного и заемного). В этом случае мы учитываем доходность собственного капитала, требуемую доходность собственного капитала (K_s) и размер собственного капитала, вложенного в развитие компании. Стоимостный подход к управлению компанией заключается в уместном и разумном использовании этих трех координат для измерения деятельности компании на разных этапах ее жизненного цикла.

Показатели результативности для компаний закрытого типа, формирующие систему ежегодной отчетности, в контексте этапов жизненного цикла организации

Широко известная и используемая в науке и практике менеджмента концепция теории жизненных циклов организации (ЖЦО) утверждает, что любая компания, независимо от направления своей деятельности, размера, организационно-правовой формы, в своем развитии проходит определенные стадии, характеризующиеся различными показателями и особенностями [1; 2]. Траектория жизненного цикла — это кривая с несколькими ключевыми зонами, или стадиями развития (рис. 1).

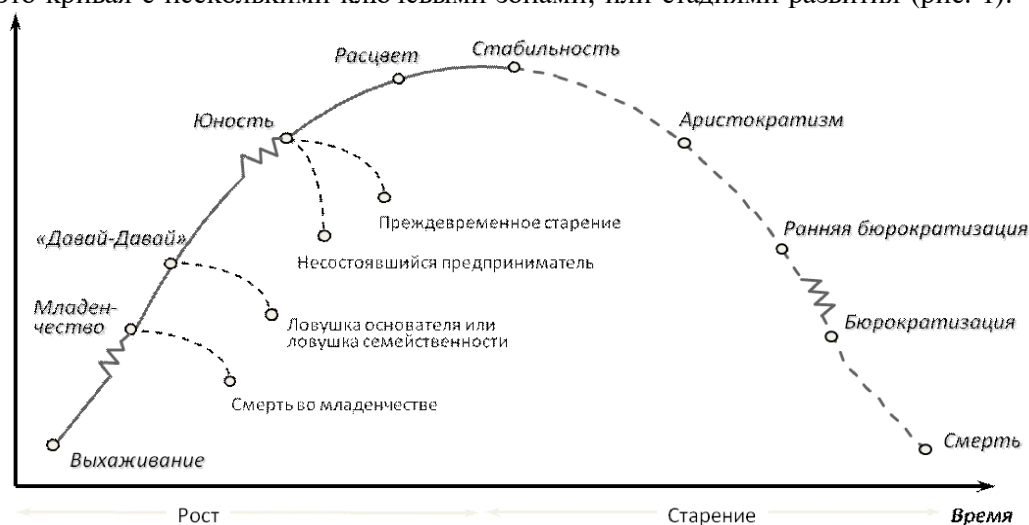


Рис. 1. Стадии ЖЦО [2]

Компания, следуя по этой траектории, проходит через ряд «кризисов», нормальное разрешение которых предполагает дальнейшее движение по кривой вверх до стадии Расцвета и Стабильности. На разных этапах развития в конструкции «трех координат» стоимости делаются различные акценты в зависимости от особенностей этих стадий.

1) Стадия Становления/Зарождения (Младенчество — «Давай-Давай» на рис. 1).

Компания в начале своего пути не обладает никакими существенными активами, основная задача — это «заявить о себе» на выбранных сегментах рынка, рост выручки, захват определенной доли рынка. В этот период зачастую компания несет убытки либо прибыли ее невелики. Основная проблема — кассовые разрывы, нехватка денег для оплаты всех необходимых расходов. Основная ценность компании в этот период — оригинальность ее стратегии, обещающей большие свободные денежные потоки в будущем.

Поэтому в качестве ключевых показателей деятельности на начальных стадиях ЖЦО целесообразно пользоваться моделью дисконтированных свободных денежных потоков от инвестиционной деятельности, которая представлена формулой (5):

$$V_f = FCFE' + TSF' + S, \quad (5)$$

где: V_f (value fundamental) – прогнозная стоимость компании через определенный период времени, когда будут реализованы основные пункты стратегии, например пять лет; $FCFE'$ – приведенная стоимость прогнозных потоков за пять лет (рассчитанная с учетом ставки дисконтирования); TSF' – приведенная стоимость завершающего денежного потока; S – стоимость неоперационных (непрофильных) активов компании.

Завершающий поток денежных средств (terminal cash flow) имеет фиксированное определенное значение (рассчитывается по формуле (6)) именно из-за операции дисконтирования: чем дальше FCF отстоит по времени в будущее от сегодняшнего дня, тем его значение становится все менее существенным, стремится к нулю.

$$TCF = [FCF \text{ базовый} \times (1+g)]/[r-g], \quad (6)$$

где: FCF базовый – типичный поток свободных денежных средств в остаточном периоде; g – темп роста; r – требуемая доходность или WACC (weighted average cost of capital), которая является результатом «взвешивания» структуры капитала компании и соответствующих рисков, присущих деятельности, для собственного и заемного капитала и служит в качестве показателя дисконтирования ежегодных FCF.

Стоимость неоперационных активов – это продисконтированные свободные денежные потоки как результат использования прочих активов, не является операционной деятельностью.

Рассчитанная таким образом прогнозная стоимость показывает, какой будет компания через пять лет, насколько она привлекательна с точки зрения инвесторов (собственников). Бизнес на начальном этапе своего развития предстает в этой методике как генератор свободных денежных потоков для его собственников в будущем. Собственнику имеет смысл делать инвестиции, «если их отдача (рентабельность) превышает отдачу от других инвестиций с такой же степенью риска» [6, с. 81].

На стадии становления, на наш взгляд, критически важно отслеживать динамику будущей стоимости компании. Несмотря на свою значимость, тем не менее, эта информация на начальных стадиях развития компании не может быть использована для увязывания ее с вознаграждением менеджмента и совета директоров, а служит для более точного восприятия последствий текущих управленческих решений для будущего, она дает представление о динамике компании в пространстве рисков, о том, насколько реализуются инвестиционные планы, каковы отклонения, и мы можем более точно прогнозировать вероятность успеха рассматриваемого «старт-апа».

Операционные свободные денежные потоки тоже имеют значение, но, как правило, на этой стадии они обычно недостаточные. На данном этапе развития компания не создает экономической прибыли, поэтому ее результативность нужно оценивать по одному критерию – динамике свободных денежных потоков: как компания справляется с задачей создания достаточных денежных потоков как отдачи от инвестиций.

На рис. 2 показан пример ежегодной отчетности для компании, находящейся на начальных этапах развития.

2) Стадия Роста (Юность и переход к Расцвету) характеризуется довольно устойчивой позицией фирмы в отрасли, обороты ее высоки. Рост зачастую происходит так стремительно, что время от времени возникают проблемы с ликвидностью (нехватка денежных средств), но на первый план выходит контроль за снижением

КОМПАНИЯ X

Стадия ЖЦО: Start-up

Раздел 1: Бухгалтерские показатели

Раздел 2: Ликвидность: фактическая динамика свободного денежного потока

Текущий год	Предыдущий год	РАЗНИЦА
FCFF	FCFF'	$\Delta FCFF = FCFF - FCFF'$
$\Delta FCFF$	$\Delta FCFF'$	$\Delta FCFF - \Delta FCFF'$ (темп роста)

Раздел 3: Стоимость компании на основе приведенных прогнозных потоков FCFE (горизонт планирования: ___ лет)

Текущий год	Предыдущий год	Разница
WACC	WACC'	$\Delta WACC$
Vf (fundamental value)	Vf'	ΔVf

Рис. 2. Комплекс показателей ежегодной отчетности для компании-start-up

барьерной ставки доходности (WACC). Риски деятельности высоки, активы компании очень существенны (выбрано направление развития и производятся активные инвестиции). Особое значение приобретает качество капитала, его правильные пропорции. Компания впервые начинает создавать экономическую прибыль.

На стадии Роста становится существенной потребность в привлечении мощного дополнительного финансирования, чтобы реализовать амбициозные стратегии расширения и роста предприятия. В отношении компаний закрытого типа становится еще важнее грамотно контролировать изменение рисков, поскольку у закрытого бизнеса гораздо меньше возможностей привлечь дополнительный собственный капитал, в отличие от публичных компаний.

На этой стадии компания — это набор возможностей, поэтому ее стоимость может быть оценена следующим образом.

1. С помощью модели денежных потоков. В данном случае мы учитываем и активы, значение которых растет на стадии роста (они генерируют данные потоки), и возможности роста.

2. Путем контроля WACC: как снижается ставка требуемой доходности капитала, каким образом мы осуществляем поиск наилучшего решения и трансформируем структуру капитала компании.

3. Расчет экономической прибыли — это первый шаг к тенденции ее создания. На первоначальных стадиях роста экономическая прибыль, скорее всего, отрицательна. Но, производя ее систематический расчет, мы увидим динамику — в норме отрицательная величина RI должна снижаться, соответственно, и в точке перелома компания перейдет к созданию подлинной стоимости. Это тот момент, когда

собственники увидят, что сделанные в компанию вложения приносят им выгоду, то есть они не меньше, чем минимально допустимый уровень капиталоотдачи.

На рис. 3 – пример годовой отчетности для компании, находящейся в стадии Роста.

3) *Расцвет и Зрелость* (Расцвет и Стабильность на рис. 1) характеризуются высоким уровнем выручки и прибыли, но при этом компания входит в полосу исчезновения будущих возможностей, поскольку потенциал стратегии уже практически исчерпан. Для того чтобы появились новые перспективы, компания должна выйти на следующий виток развития, создать новое направление, оригинальный продукт, сгенерировать новую стратегическую альтернативу.

На этом этапе на первое место выходит создание подлинной стоимости: экономическая прибыль, ставшая положительной величиной, растет. Главная задача – заниматься контролем превышения фактической прибыли над требуемым уровнем. Абсолютные финансовые показатели больше не несут существенной информации, поэтому в отчете остаются только разделы 2 и 3. *Компания, приближаясь к зрелости, должна демонстрировать снижение рисков деятельности* (возможности уже воплощены в жизнь) и, как следствие, *снижение уровня требуемой доходности и рост экономической прибыли*.

КОМПАНИЯ X		
Стадия ЖЦО: Рост		
Раздел 1: Бухгалтерские показатели		
Раздел 2: Ликвидность: фактическая динамика свободного денежного потока		
Текущий год	Предыдущий год	РАЗНИЦА
FCFF	FCFF'	$\Delta FCFF = FCFF - FCFF'$
$\Delta FCFF$	$\Delta FCFF'$	$\Delta FCFF - \Delta FCFF'$ (темп роста)
Раздел 3: Модель WACC и RI:		
Текущий год	Предыдущий год	РАЗНИЦА (динамика)
WACC	WACC'	$\Delta wacc = WACC - WACC'$
$ROCE - WACC = RI$	$ROCE' - WACC' = RI'$	$\Delta RI = RI - RI'$

Рис. 3. Комплекс показателей для компании в стадии Роста

Таким образом, при применении стоимостного подхода к управлению закрытой компанией необходимо разумное использование показателей требуемой доходности и экономической прибыли с учетом специфики конкретной компании и в контексте ее развития. Если компания на стадии роста и активных

инвестиций, расширения сфер своей деятельности осваивает новые продукты, рынки, то не стоит категорично подходить к оценке ее текущей деятельности лишь с помощью модели WACC и экономической прибыли RI, потому что, скорее всего, она будет «глубоко отрицательной». Тогда необходимо воспользоваться показателями свободного денежного потока для всех инвесторов (FCFF), поскольку именно этот показатель может выявить нужную и ожидаемую положительную динамику при внедрении новых проектов, инвестиций без учета кредитного отягощения.

Резюмируя все вышесказанное о системе отчетности для закрытых компаний, автору хотелось бы подчеркнуть, что *далеко не любая доходность бизнеса, рентабельность капитала – истинная удача для управленцев и собственников*. Когда мы систематически рассматриваем требуемую доходность своего бизнеса и сопоставляем с ней фактическую доходность, то это ключ к реальному пониманию, где мы находимся, поскольку барьерная доходность – это планка, отделяющая успешные компании от неуспешных, соответственно, эффективное управление – от неэффективного.

Использование показателей на основе трех «координат стоимости» – это один из шагов к внедрению стоимостного подхода к управлению. Для частной компании стоимостной подход обеспечивает существенное конкурентное преимущество, к тому же преимущество *труднокопируемое*. Внедряя «дисциплину стоимости» и повышая уровень требований к своим результатам, компания планомерно и последовательно идет к росту качества управления, качества управленцев. Компания имеет возможность более тщательного стратегического анализа и осознанного выбора стратегической альтернативы на основе стоимостных критериев; планирования роста своей инвестиционной привлекательности. Ее инвестиционные решения отличаются обоснованностью и в то же время гибкостью, она устойчива в различных ситуациях, связанных со сделками купли-продажи долей. Следовательно, такая компания оставляет позади своих конкурентов, становится более привлекательной для потенциальных финансовых стейкхолдеров, обеспечивает себе дополнительные возможности роста.

Библиографический список

1. Адизес И.К. Стремление к расцвету. М.: Дело, 2009.
2. Адизес И.К. Управление жизненным циклом корпорации. СПб.: Питер, 2011.
3. Долматова И.Н. Ориентиры развития для российских непубличных компаний: рост стоимости // Вестник СГЭУ. 2011. № 6 (80). С. 25–35.
4. Долматова И.Н. Факторы, влияющие на выбор ориентиров развития для непубличных компаний // Вестник СамГУ. 2011. № 6 (87). С. 39–44.
5. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2009.
6. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 2007.

*I.N. Dolmatova****VALUE-BASED FINANCIAL STATEMENTS FOR NON-PUBLIC COMPANY
IN LIFE CYCLE OF THE ORGANIZATION CONTEXT**

The article is dedicated to the main principles of annual financial statements for the close-end companies, constructed on the basis of «three coordinates» of value: liquidity, investment risk and economic profit in the context of a life cycle of the organization concept. We have viewed the new recommended forms of statements and the methods of calculation of the main indicators. The creation of new forms of estimation on the basis of value calculation is a principally new philosophy of management. It increases the level of requirements to the management quality and gives a company serious competitive advantage.

Key words: value of close-end companies; value components; value-based financial statements; stages of life cycle of the organization.

* *Dolmatova Irina Nikolaevna* (i.dolmatova2010@yandex.ru), ООО «Versivo Managing Company», Samara, 443031, Russian Federation.