

## **ФИНАНСОВОЕ ИЗМЕРЕНИЕ СТРАТЕГИЙ РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ**

В западных корпорациях финансовые измерения эффективности, в частности, учет изменения стоимости компании, являются основополагающими в формировании стратегических ориентиров и принятии управленческих решений. Кроме того, анализ темпов роста и трансформации стоимости позволяет сделать выводы о профессионализме управляющих и используется как основа для мотивации и премирования менеджеров. Создание новой стоимости в результате укрупнения является главной целью и критерием для обоснования операций по слиянию и поглощению [1].

По мнению автора, переход к стоимостной парадигме при анализе и оценке деятельности крупного бизнеса в белорусских реалиях является критически важным шагом, который в перспективе послужит основой развития корпоративных форм управления, обеспечения прозрачности управления и повышения интереса инвесторов к белорусским субъектам хозяйствования. Стоимостный подход призван вытеснить административно-командные элементы, сохраняющиеся в настоящее время в управлении предприятиями и организациями с высокой долей государственной собственности, крупными холдингами и концернами, и заменить безальтернативное управленческое мышление постоянным анализом и стремлением к наилучшему уровню доходности. Построение системы управления на основе данного подхода позволит обеспечить устойчивый положительный поток свободных денежных средств и обрести устойчивые позиции в конкурентной борьбе за капитал.

Стоимостный подход позволяет обосновать принятие управленческих решений на всех уровнях организации. Однако частичный или полный отказ от учетного (бухгалтерского) подхода к оценке эффективности и использование показателя стоимости требует: а) пересмотра стандартных показателей отчетности и изменений в системах управленческого учета и контроля; б) разработки методов оценки и соотнесения рисков инвестирования с требуемой доход-

ностью и стоимостью капитала; в) повышения значимости прогнозирования. В этой связи в практике оценки создаваемой стоимости стоимостные показатели принято использовать совместно с системой других показателей, которые выполняют информационную и оценочную функции.

Кроме того, И.В. Ивашковская отмечает, что создание стоимости не происходит автоматически с ростом доходов или активов [2]. Рост требует инвестиций денежных средств в оборотный капитал и основные средства, что в свою очередь уменьшает ожидаемый чистый денежный поток компании. Прибыльный рост увеличивает стоимость только в том случае, если приводит к созданию положительных денежных доходов или ведет к снижению риска. Таким образом, стоимость бизнеса не коррелирует прямо со стандартными финансово-экономическими показателями, то есть для оценки эффективности системы управления требуется проведение оценки по обоим направлениям.

Стоимость компании выступает как денежный индикатор будущих возможностей роста, позволяет оценить эффективность проводимых структурных преобразований и эффективность подсистем управления коммерческой, инвестиционной и финансовой деятельностью. Извлечению стоимости предшествует анализ финансового состояния бизнесов и идентификация их текущих доходов. По результатам оценки головная компания выбирает следующие механизмы извлечения стоимости:

- проведение сделок по слиянию, поглощению, ликвидации бизнесов;
- перераспределение средств между бизнесами с помощью системы принуждения по отношению к руководству хозяйствующих субъектов.

Однако значительное затруднение при этом вызывает существующая модель создания стоимости предприятий с преобладающей государственной формой собственности, чьи акции практически не торгуются на рынке ценных бумаг. Общепринятым показателем в отчетах компаний, чьи акции котируются на рынке, является коэффициент «стоимость компании / прибыль до налогов, процентов и амортизации» (Enterprise Value / Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, EV/EBITDA), который рассчитывается как отношение полной стоимости компании (капитализации) к при-

были за отчетный период [2]. Однако в имеющихся условиях, когда большинство акций предприятий принадлежат государству и не торгуются на бирже, расчет показателя EV вызывает значительные затруднения. В публичных компаниях (чьи акции торгуются на бирже) стоимость показывается через рыночные котировки акций, основываясь на трех параметрах: прибыль (как ожидаемый будущий денежный поток от инвестиций), инвестиции (текущая стоимость ожидаемых доходов), риск (уровень неопределенности получения ожидаемых доходов). Ожидаемые будущие денежные потоки рассчитываются в форме дивидендов или повышения цены акции. Однако в непубличных компаниях существует ряд особенностей, которые накладывают отпечаток на алгоритм оценки:

- государство, выступающее собственником, сталкивается с невозможностью подсчета реальной наличной прибыли предприятий и их объединений. Традиционный бухгалтерский подход к измерению прибыли компании не отражает реальную прибыль акционеров (в данном случае государства) на инвестированный капитал. Это объясняется, во-первых, тем, что консолидированная отчетность по доходам может подвергаться оптимизации в интересах налогового планирования, либо меняться под воздействием перераспределения доходов. Во-вторых, приоритетность бухгалтерских показателей оттесняет на второй план финансовые отчеты по состоянию денежного потока. Приоритетным остается исчисление и представление в отчетах таких показателей как прибыль до уплаты налогов, чистый доход до налогообложения, которые не отражают денежной прибыли инвесторов. Третьим фактором является то, что затраты на заемный капитал анализируются только как расходы по уплате процентов, при этом не учитывая затрат на собственный капитал. В результате реальная наличная прибыль остается неизвестной собственникам;

- в соответствии с традиционными бухгалтерскими расчетами, прибыль на инвестиционный капитал может рассчитываться как инвестиции в закрытый бизнес, внесенные много лет назад; либо как отражение инвестиций по балансовой стоимости активов, что редко отражает текущую стоимость (особенно в условиях высокой инфляции). Даже в случае отражения инвестиций по оценочной стоимости материальных активов – игнорируется совокупная материальная стоимость, которая может являться большей частью стоимости инвестора;

- неопределенность получения будущих доходов и связанные с этим рискованность инвестиций не формализуются и не измеряются. Это приводит к невозможности расчета приемлемой нормы доходности на инвестиции с поправкой на риск.

Перечисленные факторы приводят к некорректному расчету значения ожидаемых прибылей и неопределенной степени риска, что в свою очередь, затрудняет расчет реальной рыночной стоимости инвестиций. В таких условиях затруднительно не только самостоятельное развитие компаний, но и ориентация на повышение инвестиционной привлекательности бизнеса. Не зная реальной стоимости предприятий комплекса, собственник в лице государства рискует упустить выгодного инвестора вследствие некорректной отчетности либо недооценить реальную эффективность управления предприятиями и перспективы внутренних структурных преобразований.

На основании выявленных особенностей оценки стоимости в условиях непубличной компании предлагается использование показателя отношения инвестиционной стоимости к прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации IV/EBITDA – Investment Value / Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Основой для измерения денежного потока при расчете данного показателя являются ретроспективные показатели деятельности, а риски будущих периодов закладываются в норму доходности или средневзвешенные затраты на капитал (weighted average cost of capital, WACC). Измерение денежного потока при этом сопровождается рядом инструментов обеспечения достоверности: ретроспективный анализ работы компании соотносится с возможными изменениями условий функционирования; не учитываются внеоперационные (неповторяющиеся) доходы или расходы; применяются корректировки, связанные с налоговой оптимизацией.

Литература:

1 Эванс, Ф. Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / Ф. Ч. Эванс, Д. М. Бишоп. – 4-е изд. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – 331 с.

2 Ивашковская, И. В. Финансовая архитектура компаний: сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках : монография / И. В. Ивашковская, А. Н. Степанова, М. С. Кокорева. – М. : Инфра-М, 2015. – 237 с.