

Интернет-журнал «Наукоедение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Том 8, №5 (2016) <http://naukovedenie.ru/index.php?p=vol8-5>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/42EVN516.pdf>

Статья опубликована 27.09.2016.

Ссылка для цитирования этой статьи:

Подобедов Н.В. Особенности оценки стоимости субъектов малого и среднего предпринимательства в рамках подхода value based management // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 8, №5 (2016) <http://naukovedenie.ru/PDF/42EVN516.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

УДК 336.647/.648

Подобедов Никита Вениаминович

ФГБОУ «Финансовый университет при Правительстве РФ», Россия, Москва¹

Аспирант

E-mail: roknikrol@gmail.com

Особенности оценки стоимости субъектов малого и среднего предпринимательства в рамках подхода value based management

Аннотация. В статье рассмотрен один из этапов адаптации подхода стоимостно-ориентированного менеджмента в субъектах малого и среднего предпринимательства, а именно этап оценки стоимости бизнеса. Автор исследует экономическую добавленную стоимость как подход к оценке стоимости компании, и анализирует необходимые корректировки для эффективной оценки стоимости субъектов малого бизнеса. В статье рассматривается вопрос корректировки расчета компонента модели средневзвешенной стоимости капитала, а именно стоимости собственного капитала. Автор предлагает использовать модифицированный вариант модели финансовой оценки стоимости активов, в котором среднерыночная доходность, для субъектов малого бизнеса, определяется как изменение доходности фондового индекса для компаний малой капитализации, скорректированная на среднерыночную дивидендную доходность фондового рынка. Кроме того, автор приводит три метода расчета бета-коэффициента для компаний, не котирующих свои ценные бумаги на финансовых рынках. В статье проводится сравнительный анализ расчета экономической добавленной стоимости на примере трех компаний малого бизнеса, на всех этапах расчета данного показателя. В частности, сравниваются показатели экономической добавленной стоимости, рассчитанные в зависимости от метода определения меры систематического риска, а также в зависимости от корректировки среднерыночной стоимости.

Ключевые слова: стоимостно-ориентированный менеджмент; economic value added; малый и средний бизнес; модель оценки финансовых активов; стоимость капитала; среднерыночная доходность; бета

Современные концепции в области управления стоимостью компании, в основном ориентированы на публичные компании. Российскому малому бизнесу, в эпоху нестабильной экономической ситуации, как никогда необходимы конкурентные преимущества в вопросах

¹ 101000, Малый Златоустинский переулок, д. 7, корп. 1

управления компанией. Стоимость компании, являющаяся ключевым показателем для собственника, в малом и среднем бизнесе не является объектом, к увеличению стоимости которого организация стремится, и поэтому ведет стратегическое планирование лишь в краткосрочной перспективе, что, довольно часто, отражается на жизнеспособности компании. Следовательно, адаптация концепции Value based management (VBM) в субъекты малого и среднего предпринимательства может существенно повысить шансы как на «выживаемость» предпринимателей в кризисной экономической ситуации, так и на эффективный менеджмент.

Управление стоимостью малого и среднего бизнеса исследуется как зарубежными, так и российскими учеными. Так, в Value Based Management in Small and Medium Enterprises Ф. Крола² собраны результаты научных трудов десятков немецких ученых на тему стоимостно-ориентированного и его внедрения в субъекты малого и среднего предпринимательства (МСП). В работе Ф. Крола выделяются внутренние и внешние импульсы указывающие на необходимость имплементации VBM подхода, однако в заключении автор приходит к выводу, что не существует единого подхода к внедрению данного VBM в малый бизнес, и предлагает разрабатывать индивидуальные принципы для каждой фирмы. Вопросы применения инструментов стоимостно-ориентированного менеджмента в малом и среднем бизнесе касаются и российские ученые. В своей работе «Управление стоимостью организаций малого бизнеса»³ Н.И. Морозко и В.Ю. Диденко исследуют влияние некоторых финансовых индикаторов на стоимость малого бизнеса. Они приходят к выводу о том, что для всех организаций МСП справедливо такое влияние финансовых показателей, когда:

- а) Return on assets (ROA) увеличивается.
- б) Effect of financial leverage (EFL) (эффект финансового рычага) уменьшается.
- в) Weighted average capital cost (WACC) уменьшается.
- г) Уровень устойчивого роста, растет.

Соблюдение векторов развития этих показателей, по мнению авторов вышеописанной работы, ведет к росту экономической добавленной стоимости.

Ввиду различия взглядов на управление стоимостью компании в малом и среднем бизнесе, по мнению автора необходимо рассмотреть данный подход начиная с его основ. Value Based Management предполагает построение системы оценки результатов деятельности компании на основе её стоимости и выстраивания по этому показателю рычагов управления.⁴ Другими словами, это совокупность инструментов управления предназначенных для максимизации стоимости бизнеса. Данный управленческий подход описывается различными концепциями, как например:

- EVA (economic value added);
- концепция конкурентных сил;
- концепция факторов стоимости;
- структурной перестройки и т.д.

² Dipl.-Kfm. Florian Krol Value Based Management in Small and Medium Enterprises: Analysis of internal and external impulses and possibilities of implementation // Arbeitspapier Nr. 9-1, 2007.

³ Н.И. Морозко, В.Ю. Диденко. Управление стоимостью организаций малого бизнеса / Финансовая аналитика №15 – 2015, С. 2-8.

⁴ Теплова Т.В. Вестник МГУ 2004 №1, С. 1-26.

Основываясь на существующих исследованиях стоимостно-ориентированного подхода, представим модель оценки добавленной стоимости МСП в виде следующей схемы (рисунок 1):

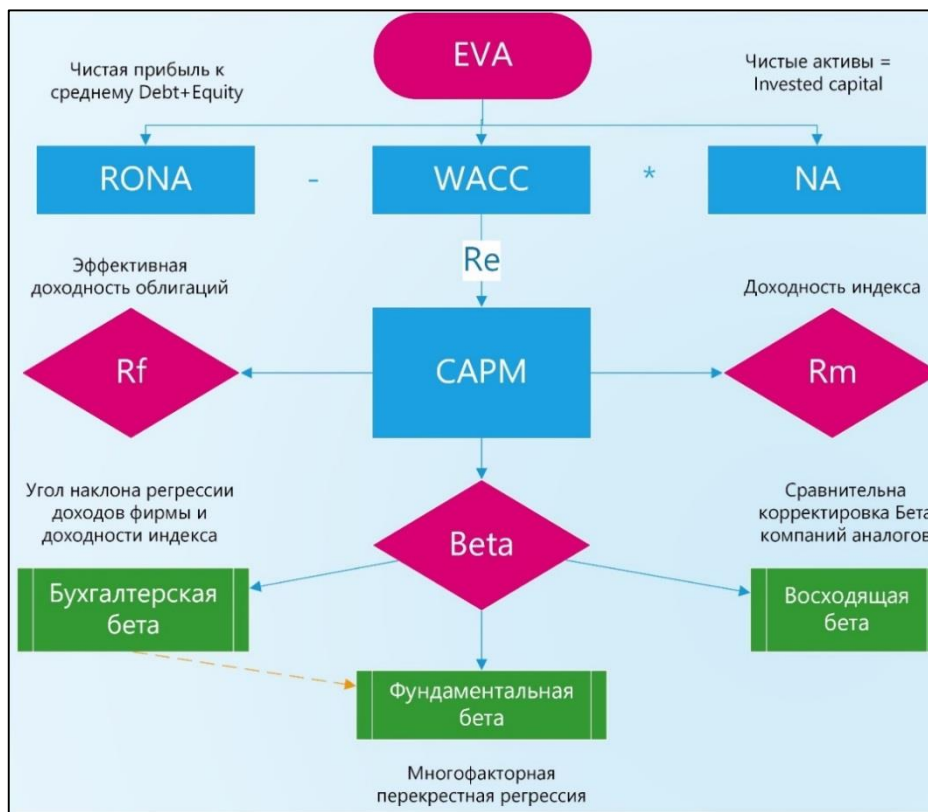


Рисунок 1. Оценка стоимости компании расчетом EVA (разработано автором)

Модель экономической добавленной стоимости была выбрана в связи тем, что она наиболее полно отражает прирост стоимости компании, при этом в ней отсутствуют компоненты характерные для публичных компаний, то есть связанные с рынком (как в Market Value Added, или в Shareholder Value Added), а также в связи с простотой расчета. Как видно из Схемы 1, основной акцент делается на особенностях расчета WACC, классическая формула которого выглядит следующим образом:

$$WACC = \frac{E}{E+D} * r_E + \frac{D}{E+D} * r_D * (1 - T) \quad (1)$$

где:

E – собственный капитал;

D – заемный капитал;

r_E – стоимость собственного капитала;

r_D – стоимость заемного капитала;

1-T – налоговый щит.

Сама модель WACC не вызывает вопросов, однако процесс нахождения отдельных её компонентов необходимо раскрыть и скорректировать с учетом специфики оценки средневзвешенной стоимости для субъектов МСП. Так, например, предполагается, что компонент r_E находится либо с помощью кумулятивного метода, либо благодаря модели капитальной оценки активов. Однако кумулятивный метод используется лишь специалистами в оценочной деятельности, и представляет собой субъективную оценку. Поэтому владельцу

МСП предлагается найти r_E через Capital Asset Pricing Model (CAPM) У. Шарпа по известной формуле:

$$r = R_f + B * (R_m - R_f) \quad (2)$$

где:

R_f – безрисковая ставка;

R_m – среднерыночная доходность;

B – бета, отражающая степень зависимости компании от изменений рынка.

Необходимо уточнить, что в данном случае предлагается не международная и не гибридная, а именно локальная модель CAPM, являющаяся наиболее распространенной. Несмотря на то что есть ряд ограничений, связанных с применением локальной модели, по мнению автора эти ограничения преодолимы:

1. На развивающихся рынках, далеко не всегда существует безрисковая процентная ставка, в виду низкой надежности ценных бумаг государства. (Россия не относится к числу таких стран).
2. Определение бета коэффициента затруднительно. (Особенности поиска бета будут описаны далее в статье).

По мимо этого, зачастую владельцы малого и среднего бизнеса не относятся к тем типам инвесторов, которые диверсифицируют свой портфель зарубежными активами, а значит локальная CAPM является наиболее подходящим выбором.

Модель капитальной оценки активов, в основном, применяется для компаний крупного бизнеса, открытых акционерных обществ, котирующих свои ценные бумаги на фондовых рынках. Тем не менее, расчет компонентов данной модели можно скорректировать для использования в отношении компаний МСП.

В качестве безрисковой ставки принято брать доходность государственных облигаций (ОФЗ). Здесь необходимо уточнить, что, во-первых, для целей расчета подходят облигации со сроком погашения от 5 лет, а, во-вторых, необходимо использовать именно эффективную доходность по облигациям (а не, например, купонную), так как именно эффективная доходность считается по методу сложных процентов.

Среднерыночная доходность, отражающая среднюю доходность по рынку, традиционно находится благодаря оценке изменения основного фондового индекса, или отраслевого, за оцениваемый период. Так как, компании малого и среднего бизнеса в целом являются полноправными участниками рынка в целом, такой подход к оценки средней доходности представляется вполне адекватным. В частности, Козырь В.Ю.⁵ предлагает так же прибавлять среднерыночную дивидендную доходность к изменению индекса:

$$r_m = \frac{Index_n - Index_{n-i}}{Index_{n-i}} + r_{div} \quad (3)$$

где:

$index_n$ – значение индекса;

r_{div} – среднерыночная дивидендная доходность.

⁵ Аспекты оценивания и корректировки ставки дисконтирования // Козырь В.Ю., 2005.

В случае с субъектами МСП, возможен вариант с рассмотрением индекса ММВБ для компаний малой и средней капитализации (тикер MCXSM), нацеленный на анализ этого биржевого сегмента, который не так давно начала публиковать Московская биржа.

Что касается коэффициента бета, существует несколько подходов к его определению. Стандартный процесс оценки в модели оценки финансовых активов предполагает построение регрессии доходности акций по рыночной доходности, выражая бета как отношение ковариации доходов индекса и оцениваемой акции компании, к вариации доходов индекса. В многофакторных моделях используются статистические методы, но они тоже требуют исторической информации о ценах⁶. Однако, если такая информация отсутствует, возможно прибегнуть к одному из следующих видов бета коэффициентов:

- Бухгалтерские бета;
- Фундаментальные бета;
- Восходящие бета.

Бухгалтерские бета выступают крайне подходящим выбором в случае оценки субъектов МСП, так как истинная, рыночная информация, являющаяся подлинным отражением стоимости, как учит теория оценки, отсутствует.

Бухгалтерский бета-коэффициент – метод определения бета-коэффициента, проекта или компании, путем построения линейной регрессионной зависимости доходов компании и среднего дохода большой выборки других компании (индекса).⁷

В распоряжении инвестора/собственника имеются лишь бухгалтерские данные о деятельности компании. Тем не менее, основываясь на этих данных, возможно представить коэффициент бета в виде изменения прибыли компании по отношению к изменению доходности отраслевого или общего фондового индекса:

$$\Delta \text{прибыль}_{\text{компания}} = a + b \Delta \text{доходов}_{\text{индекса}} \quad (4)$$

Где:

$\Delta \text{прибыль}_{\text{компания}}$ – изменение прибыли компании за период;

a – константа;

b – коэффициент регрессии, искомая Beta;

$\Delta \text{доходов}_{\text{индекса}}$ – изменение доходности индекса.

В данном уравнении, угол наклона регрессии b будет отражать коэффициент бета. Использование чистой прибыли даст рычаговую бета, a , соответственно, операционной – безрычаговую.

В. Бивер, П. Кеттлер и М. Шоулз в своей работе «Market and Accounting Determined Risks»⁸ в 1970 г. пришли к выводу, что «бухгалтерские измерения», или данные бухгалтерской отчетности, отражают компоненты как систематического риска, так и

⁶ Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. - 5-е изд. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. - с. 886.

⁷ Financial Management: Theory and Practice / E. Brigham / South-Western, Thomson Learning, 2002 – p. 9B-1.

⁸ The association between market determined, and accounting determined risk measures / W. Beaver, P. Kettler, M. Scholes; The Accounting Review, 1970 – p. 665.

индивидуального. Если между данными компонентами (систематического риска и индивидуального) наблюдается позитивная корреляция, то бухгалтерские данные объективно выступают суррогатами измерения систематического риска. То есть, они могут так же адекватно использоваться для измерения систематического риска, как и рыночные данные, тем самым позволяя рассчитывать бета-коэффициент без использования данных о курсовой стоимости акции компании.

Данной группой ученых был предложен, так называемый фундаментальный бета коэффициент, для расчета которого они предлагают использовать вышеописанные «бухгалтерские измерения», однако с учетом дополнительных коэффициентов. Предложенные семь коэффициентов не являются исчерпывающим списком, однако являются наиболее распространёнными в литературе и практике:

- 1) Уровень выплаты дивидендов;
- 2) Уровень роста;
- 3) Коэффициент финансового рычага;
- 4) Коэффициент ликвидности;
- 5) Коэффициент вариации операционной прибыли;
- 6) Коэффициент ковариации операционной прибыли;
- 7) Балансовая стоимость активов.

Возникает вопрос, для чего все эти дополнительные показатели? Почему не остановиться на бухгалтерском бета-коэффициенте? Существует как минимум две причины которые объясняют это расширение модели:

1. Бухгалтерская бета будет определяться исходя из меньшего количества данных, что подразумевает повышенный уровень ошибки в полученном коэффициенте. Изолирование компонента систематического риска (ковариацию операционной прибыли) от общей вариации предполагает потерю одной из степеней свободы, что является существенным уменьшением выборки. Из-за потенциальной невозможности отделить компоненты систематического (рыночного) риска, от компонентов риска индивидуального (бухгалтерского), измерение общей вариации, то есть совмещение данных рынка и компании, продемонстрирует лучший результат, чем классическая или бухгалтерская бета.

2. Всевозможные бухгалтерские показатели, встречающиеся в литературе по анализу статей бухгалтерского баланса, предлагаются как способы анализа риска. К тому же, вероятно, что многие из них используются инвесторами для риск-анализа и принятия решений. Поэтому, фундаментальная бета объединяет в себе как традиционные бухгалтерские риск-метрики, так и бухгалтерскую бету, учитывающую систематический риск.

Фундаментальная бета рассчитывается в виде перекрестной регрессии по методу наименьших квадратов, и значения выше перечисленных факторов рассчитываются как значения независимых переменных, а бухгалтерская бета, соответственно, как зависимая:

$$B_{acc} = a_1 + a_2 Dp + a_3 g + a_4 L + a_5 VarOp + a_6 CovOp + a_7 TA \quad (5)$$

где:

B_{acc} – бухгалтерский бета-коэффициент;

a_1 – константа (intercept);

a_n – коэффициенты регрессии;

- D_p – уровень выплаты дивидендов;
 g – уровень роста;
 L – финансовый рычаг;
 $VarOp$ – вариация операционной прибыли;
 $CovOp$ – ковариация операционной прибыли;
 TA – стоимость активов.

Соответственно, рассчитав исторические значения для фирмы (« a_n » и « B_{acc} »), мы можем подставить в формулу значения прогнозные и найти прогнозную фундаментальную бету. Строго говоря, основное преимущество фундаментальной беты заключается именно в возможности определить, с некоторой долей вероятности, будущее значение коэффициента, и при этом допустить наименьшую долю ошибки. Безусловно, использование всех 7 факторов для субъектов МСБ не обязательно. Так, например, уровень дивидендных выплат невозможно добавить в расчет. То есть, фундаментальная бета максимально включает в себя информацию о деятельности компании, в отличие от других методов.

Восходящий бета коэффициент основывается на практике сравнения исследуемой компании с компаниями аналогами, бета которых известны. В случае с МСБ, изучение среднего коэффициента публичных фирм определённой отрасли может быть основой для оценки беты среднего, непубличного бизнеса. Средняя бета для группы компаний аналогов корректируется на среднеотраслевой коэффициент «долг/собственный капитал» и налоговый щит в следующем виде:

$$B = B_{avg} * (1 + (1 - T) * D/E_{gr}) \quad (6)$$

Таким образом, выбор расчета бета коэффициента обусловлен как имеющимися данным (например, наличием компаний аналогов), так и горизонтом расчета, то есть на настоящий момент, или в целях прогноза.

Рассмотрим процесс приращения стоимости на примере нескольких компаний, входящих в список субъектов МСП г. Москвы: ООО «Амира-электро»; ООО «Свет 2000»; ООО «Реамед». Компании представляют разные отрасли – оказание услуг по установке электрических приборов, розничную торговлю светотехническим оборудованием и фармацевтику. Данные бухгалтерской отчетности этих компаний, доступные в открытых источниках, взяты за 10 лет, с 2005 по 2014 год. Таким образом, часть начальных данных для определения экономической добавленной стоимости представлена в таблице 1:

Таблица 1

Данные для расчета EVA (разработано автором)

Год	Компания	Net Assets	RONA	Equity	Debt	Cost of debt	Tax
2014	Амира Электро	1992000	6,46%	-5441000	11725000	10,62%	20%
	Свет 2000	36528000	4,44%	7429000	37748000	10,62%	20%
	Реамед	140020000	33,34%	71029000	11725000	10,62%	20%
2013	Амира Электро	4895000	8,84%	605000	6789000	9,47%	20%
	Свет 2000	37405000	7,02%	7075000	22067000	9,47%	20%
	Реамед	115876000	29,16%	52564000	6789000	9,47%	20%
2012	Амира Электро	3529000	7,31%	-2114000	5545000	9,88%	20%
	Свет 2000	33231000	7,16%	2609000	22282000	9,88%	20%
	Реамед	102918000	34,86%	45789000	5545000	9,88%	20%

Год	Компания	Net Assets	RONA	Equity	Debt	Cost of debt	Tax
2011	Амира Электро	2327000	9,72%	-4655000	4547000	8,54%	20%
	Свет 2000	29260000	8,88%	2782000	20943000	8,54%	20%
	Реамед	80117000	39,86%	48969000	4547000	8,54%	20%
2010	Амира Электро	1183000	4,99%	-7735000	2946000	10,83%	20%
	Свет 2000	25002000	9,32%	-28000	18097000	10,83%	20%
	Реамед	53460000	62,31%	29126000	2946000	10,83%	20%
2009	Амира Электро	532000	3,51%	-9855000	2510000	15,24%	20%
	Свет 2000	21230000	4,27%	-9855000	25859000	15,24%	20%
	Реамед	37391000	29,11%	21296000	2510000	15,24%	20%
2008	Амира Электро	2000	4,24%	-11118000	5250000	12,29%	20%
	Свет 2000	19634000	12,67%	-15077000	27326000	12,29%	20%
	Реамед	29245000	11,29%	8873000	5250000	12,29%	20%
2007	Амира Электро	-625000	-9,14%	-8534000	652000	10,18%	20%
	Свет 2000	13682000	14,70%	-14401000	26827000	10,18%	20%
	Реамед	21344000	-4,51%	10756000	652000	10,18%	20%
2006	Амира Электро	2611000	-24,11%	-2351000	1200000	10,57%	20%
	Свет 2000	7724000	10,80%	-14388000	23636000	10,57%	20%
	Реамед	22855000	21,31%	13246000	1200000	10,57%	20%
2005	Амира Электро	4229000	-1,23%	-1681000	1078000	10,73%	20%
	Свет 2000	5337000	5,72%	-19483000	26110000	10,73%	20%
	Реамед	17863000	22,37%	8019000	1078000	10,73%	20%

Следовательно, для определения EVA, не хватает средневзвешенной стоимости капитала, для расчета которой, в свою очередь, необходимо найти стоимость капитала. Данный компонент, стоимость капитала, можно определить несколькими путями, как уже описывалось выше, кумулятивным методом, и методом оценки капитальной стоимости активов. Для расчета по CAPM необходимо найти:

1. Безрисковую ставку (Risk free) – в данном примере будет использоваться средняя эффективная доходность к погашению по ОФЗ с постоянным доходом.
2. Ставку среднерыночной доходности (Market rate) – как сумма логарифма изменения доходности индекса и средней дивидендной доходности рынка.
3. Бета коэффициент – который будет рассчитан по трем методом, о которых говорилось ранее.

Таблица 2

Значения бета коэффициентов в зависимости от метода расчета (разработано автором)

Risk free	Market rate	Бета	Бета бухгалтерская			Бета фундаментальная			Бета восходящая		
		Компания	Амира	Свет 2000	Реамед	Амира	Свет 2000	Реамед	Амира	Свет 2000	Реамед
8,58%	5,40%	2014	-0,8587	-1,9806	2,7772	-2,2826	-1,4777	3,9979	-0,0422	-0,0002	-0,1889
8,58%	6,02%	2013	-0,8456	-2,0646	2,6867	0,6712	-1,0379	2,9953	-0,0061	0,0025	-0,2159
8,58%	13,55%	2012	-0,8287	-2,0778	2,7344	-4,0696	0,001	1,6813	-0,014	0,0021	-0,0169
8,58%	3,68%	2011	-0,8108	-2,1335	-2,7193	0,82	-1,2109	3,4738	0,0099	-0,0009	0,3256
8,58%	-0,13%	2010	-0,6782	-2,2403	-2,795	-0,7172	-2,6666	3,4567	-0,0382	0,0018	0,5597
8,58%	9,74%	2009	-0,7386	-2,5841	2,7038	-0,8106	-2,3809	2,4157	-0,5383	-0,0053	0,0379
8,58%	9,26%	2008	-1,8429	4,8007	2,8425	-1,8439	4,3209	-2,4817	-4,3727	-0,0025	0,0006
8,58%	32,36%	2007	-5,3359	2,4124	-0,3768	-5,4259	1,9488	-0,376	-0,0738	0,0031	6,1899
8,58%	1,95%	2006	2,4124	-3,3773	-0,4895	2,3994	-1,8103	-0,4879	-0,0037	-0,0133	-5,9136
8,58%	7,96%	2005	-3,8456	-2,3131	-0,6778	-3,8456	-2,7872	-0,6778	-0,1255	-0,0948	1,0257

В таблице приведены объединённые данные по расчету стоимости капитала для каждой из компаний за каждый год. Как видно из таблицы 2, значения коэффициентов бета различаются в зависимости от метода расчета, причем достаточно существенно. Автор видит это различие в том, что в данном случае, значение беты отражает объем данных вложенных в неё. То есть, бухгалтерская бета в данном случае будет недостаточно полно отражать систематический риск, так же, как и бета восходящая, являющаяся по сути бетой другой компании, скорректированной на налоги и финансовый рычаг.

Следовательно, получив данные для расчета стоимости капитала, возможно найти WACC и, соответственно, EVA. Значения EVA, различные в зависимости от выбранного метода расчета бета коэффициента, представлены в таблице 3:

Таблица 3

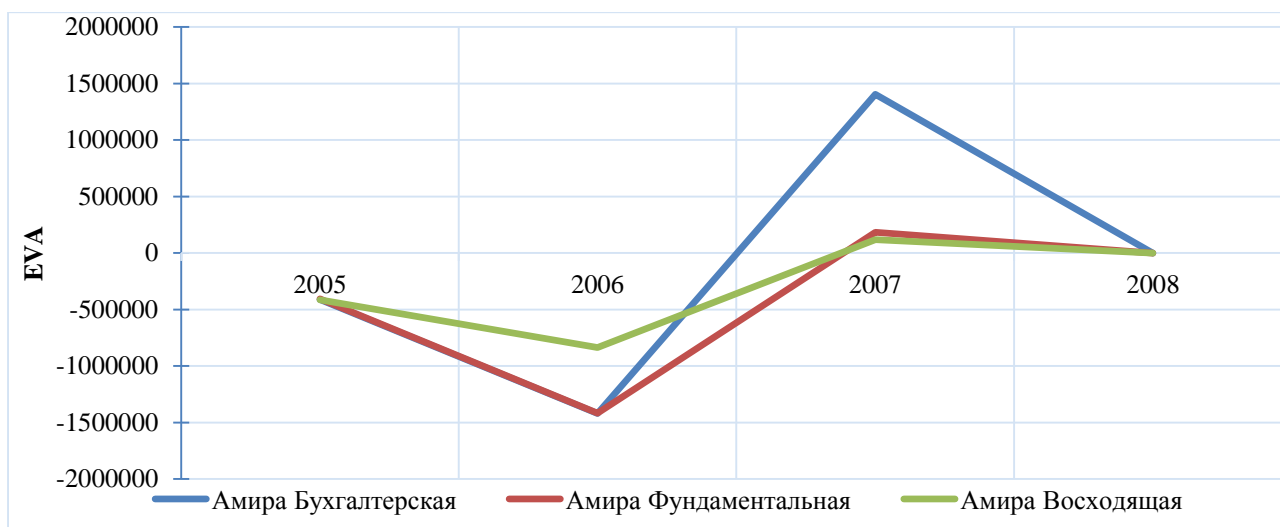
**Значения EVA в зависимости от метода расчета бета коэффициента
(разработано автором)**

При бета	Амира			Свет 2000			Реамед		
	Бухгалтерской	Фундаментальной	Восходящей	Бухгалтерской	Фундаментальной	Восходящей	Бухгалтерской	Фундаментальной	Восходящей
2014	-19243,97	15263,3	-39030,66	-1865797,12	-1769873,97	-1488095,39	44554717,12	19429874,57	33964300,16
2013	52995,01	63591,88	58860,58	-799708,84	-553992,86	-305004,49	20335830,29	32006967,82	23322388,09
2012	-37462,94	-74827,21	-12665,42	28113,53	-290960,35	-291129,18	32461453,75	19805850,91	26675797,13
2011	204362,28	16570,5	109860,35	159557,77	320564,8	531751,65	19510667,07	12084466,35	26252944,2
2010	142784,6	151647,57	-2777,13	171723,57	173413,24	162836,86	19394887,61	10808881,47	30757452,6
2009	-126492,13	-127809,79	-122829,63	-2434742,91	-2410196,71	-2123178,37	7988330,52	6706371,55	7441415,35
2008	-222,08	-222,11	-269,61	820099,54	769411,33	312699,93	846069,18	812743,68	613376,13
2007	1402921,53	183849,44	118953,56	10011013,54	8280208,42	1017328,95	-1072450,12	-1070133,83	-32162100,79
2006	-1419497,25	-1416354,97	-836550,37	3013783,2	1720015,3	236323,18	1824097,39	2158585,26	-5653440,1
2005	-411683,46	-404614,68	-414011,49	197605,2	261923,53	-103307,44	2321111,28	2333149,38	2565060,65

Из таблицы 3 видно, что в зависимости от выбранного метода расчета бета коэффициента, существенно различается конечный результат экономической добавленной стоимости.

График 1

*Значения EVA для ООО «Амира-электро», в зависимости от метода расчета бета
(разработано автором)*



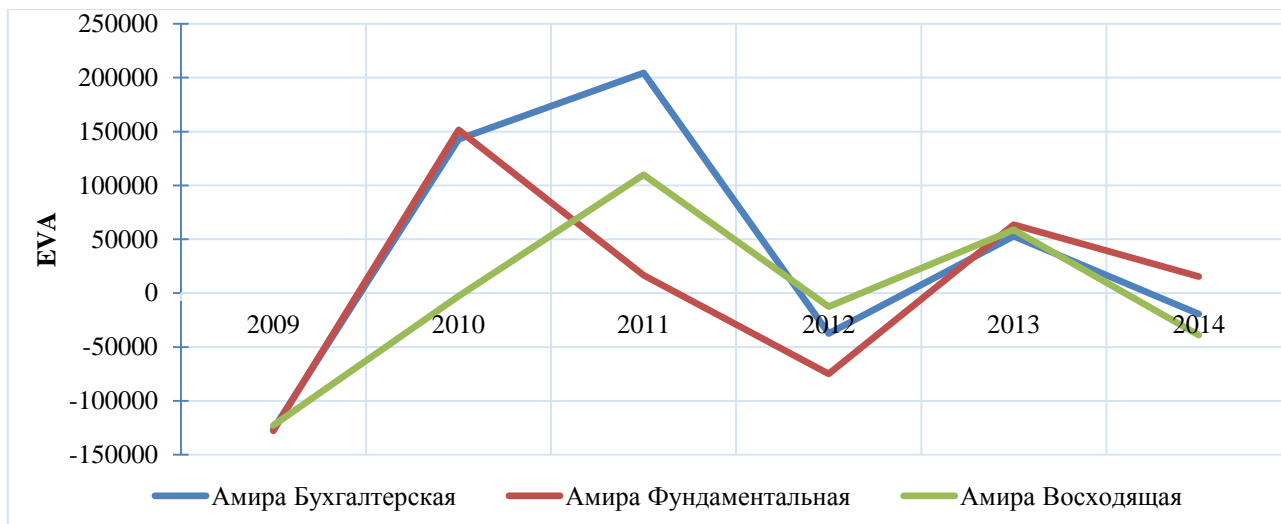


График 2

Значения EVA для ООО «Свет 2000», в зависимости от метода расчета бета (разработано автором)

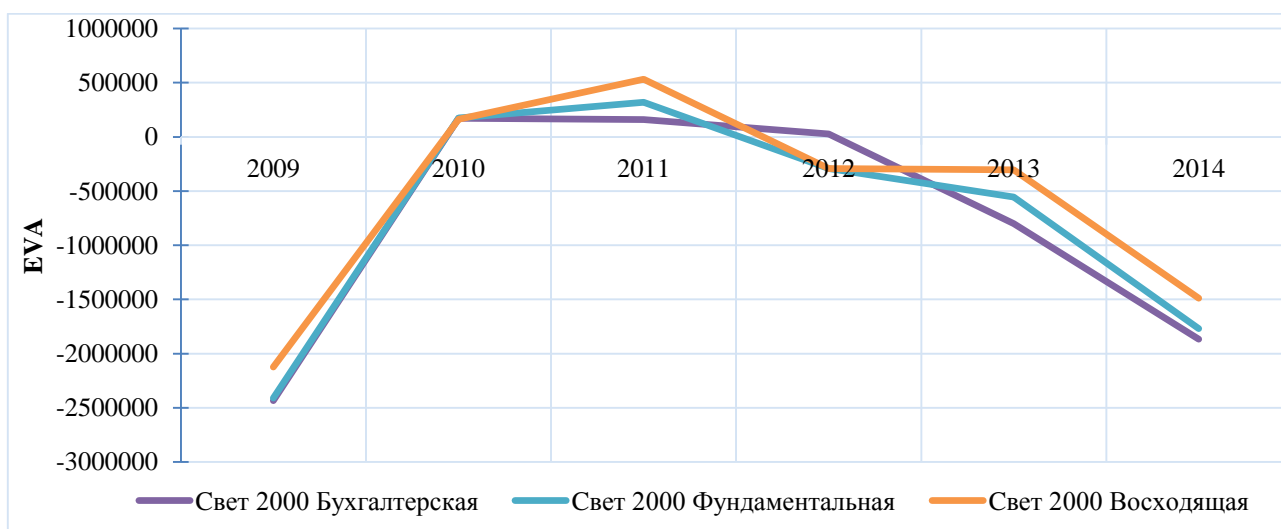
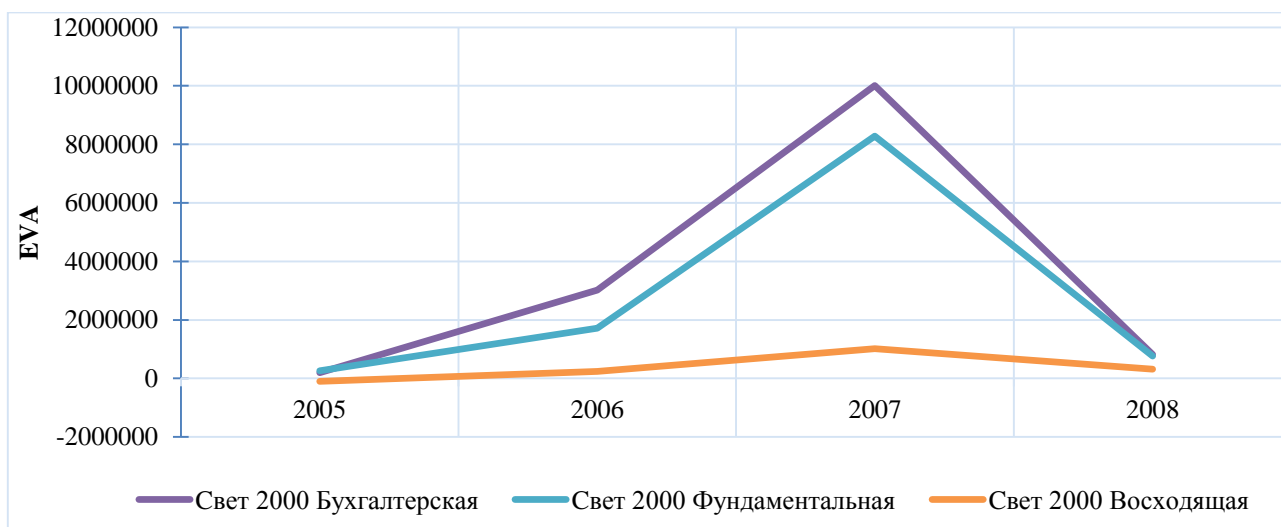
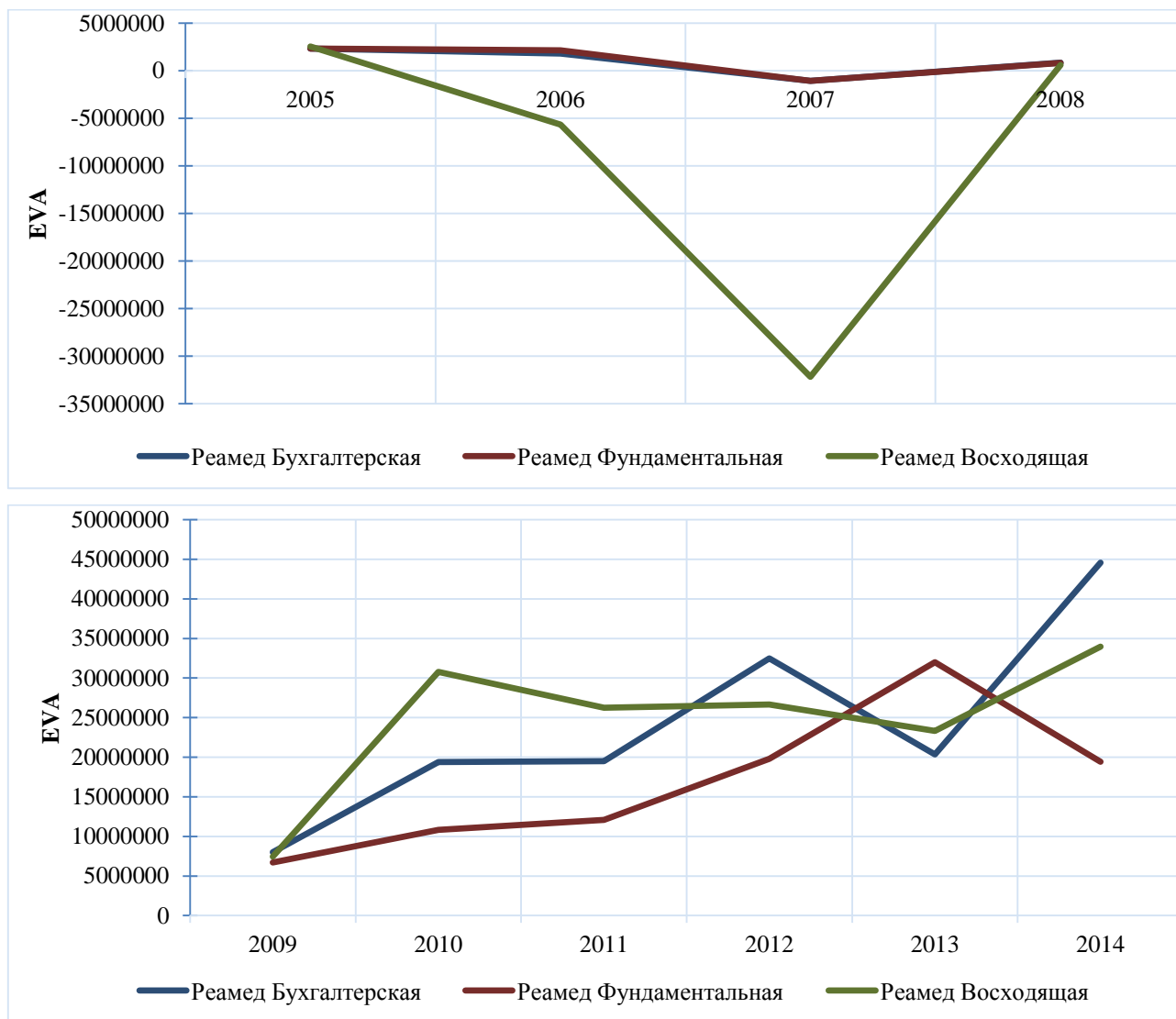


График 3

Значения EVA для ООО «Реамед», в зависимости от метода расчета бета
(разработано автором)



Более наглядно это видно на графиках 1, 2 и 3 где показаны значения EVA из таблицы 3. Исходя из графиков видно, что несмотря на то, что в некоторых отрезках у всех компаний EVA принимает достаточно близкие значения, в большинстве точек и на протяжении большинства отрезков значения существенно отличаются.

Как было видно из таблицы 2, разный метод расчета систематического рыночного риска может показывать, как сильное движение компании с рынком, так и противоположное движение слабой силы, причем значение беты для одной и той же компании может быть абсолютно различно. Интересно, что в самой структуре расчета EVA, бета коэффициент является лишь одним из многих компонентов, при прочих равных значениях. Такое влияние одного коэффициента на значение добавленной стоимости, через целую череду формул, и тот факт, что бета принимает разные значения для одной и той же компании возможно объяснить следующими факторами:

1. Полнота информации о компании, закладываемой в коэффициент – ввиду того, что в фундаментальную бету данных о компании закладывается больше, чем,

например, в бухгалтерскую, а восходящая бета является скорректированной бетой другой компании, их значения могут быть не похожими.

- Полнота информации о рынке, закладываемой в коэффициент – в фундаментальном бета коэффициенте информация о рынке присутствует в виде бухгалтерской беты, которая изначально не полностью отражает рынок, в то время как в восходящей бета используется чистый рыночный систематический риск другой компании.

Таким образом, не один метод не является идеальным, однако, на взгляд автора, для субъектов МСП предпочтительным будет именно метод фундаментальной беты, так как дает максимум данных о компании в расчет, что является определяющим при нахождении систематического рыночного риска, в сравнении с методикой для компании крупного бизнеса, у которых максимум информации кластеризован в цене их акции.

Модифицированный фундаментальный бета коэффициент

По мнению автора, для более полного отражения рыночной информации, в фундаментальном методе, бухгалтерскую бету следует заменить значениями доходности индекса. Значения экономической добавленной стоимости на основе модифицированной фундаментальной беты, в сравнении с использованием двух других методов представлены в таблице 4:

Таблица 4

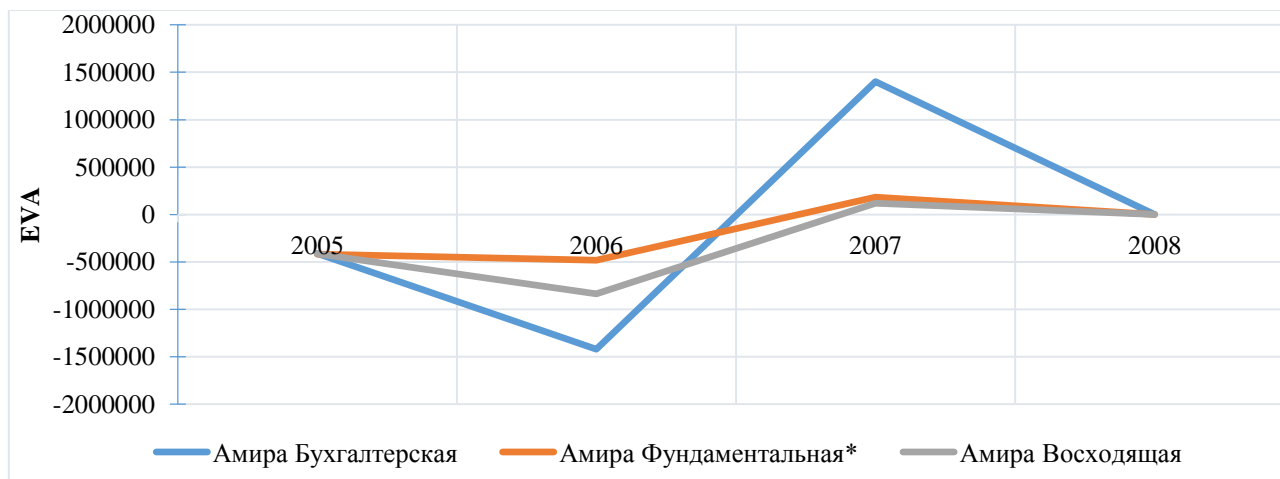
Значения EVA в зависимости от метода расчета бета коэффициента
(разработано автором)

При Бета	Амира			Свет 2000			Реамед		
	Бухгалтерской	Фундаментальной*	Восходящей	Бухгалтерской	Фундаментальной*	Восходящей	Бухгалтерской	Фундаментальной*	Восходящей
2014	-19243,97	-39707,24	-39030,66	-1865797,12	-1492541,65	-1488095,39	44554717,12	34685287,24	33964300,16
2013	52995,01	58923,08	58860,58	-799708,84	-310961,14	-305004,49	20335830,29	23875053,19	23322388,09
2012	-37462,94	-74827,21	-12665,42	28113,53	-293250,07	-291129,18	32461453,75	26672849,47	26675797,13
2011	204362,28	109238,89	109860,35	159557,77	534472,30	531751,65	19510667,07	25038770,40	26252944,20
2010	142784,60	-14587,87	-2777,13	171723,57	162674,19	162836,86	19394887,61	27977497,97	30757452,60
2009	-126492,13	-115543,08	-122829,63	-2434742,91	-2118824,70	-2123178,37	7988330,52	7432252,56	7441415,35
2008	-222,08	-163,85	-269,61	820099,54	302702,36	312699,93	846069,18	620798,25	613376,13
2007	1402921,53	183849,44	118953,56	10011013,54	1002197,00	1017328,95	-1072450,12	-1070133,83	-32162100,79
2006	-1419497,25	-481924,43	-836550,37	3013783,20	184935,94	236323,18	1824097,39	2920221,91	-5653440,10
2005	-411683,46	-416407,12	-414011,49	197605,20	-123281,28	-103307,44	2321111,28	2422885,36	2565060,65

Как видно из таблицы, замена компонента уравнения регрессии привела к существенному изменению значения бета коэффициента, и как следствие к существенному изменению значения EVA у всех компаний.

График 4

Значения EVA для ООО «Амира-электро», в зависимости от метода расчета бета
(разработано автором)



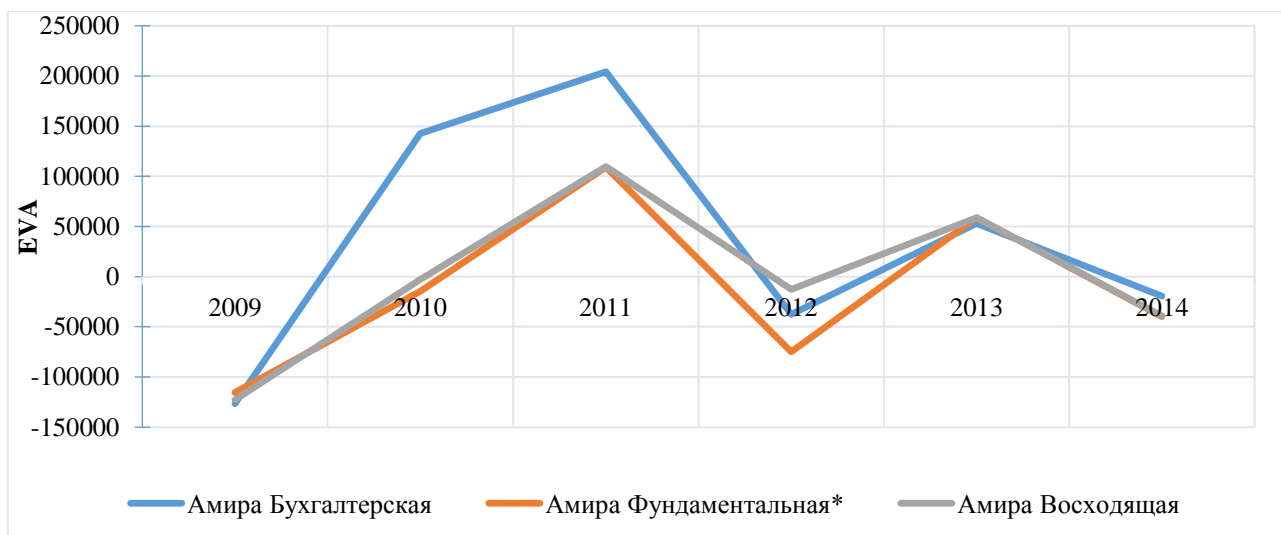


График 5

Значения EVA для ООО «Свет 2000», в зависимости от метода расчета бета (разработано автором)

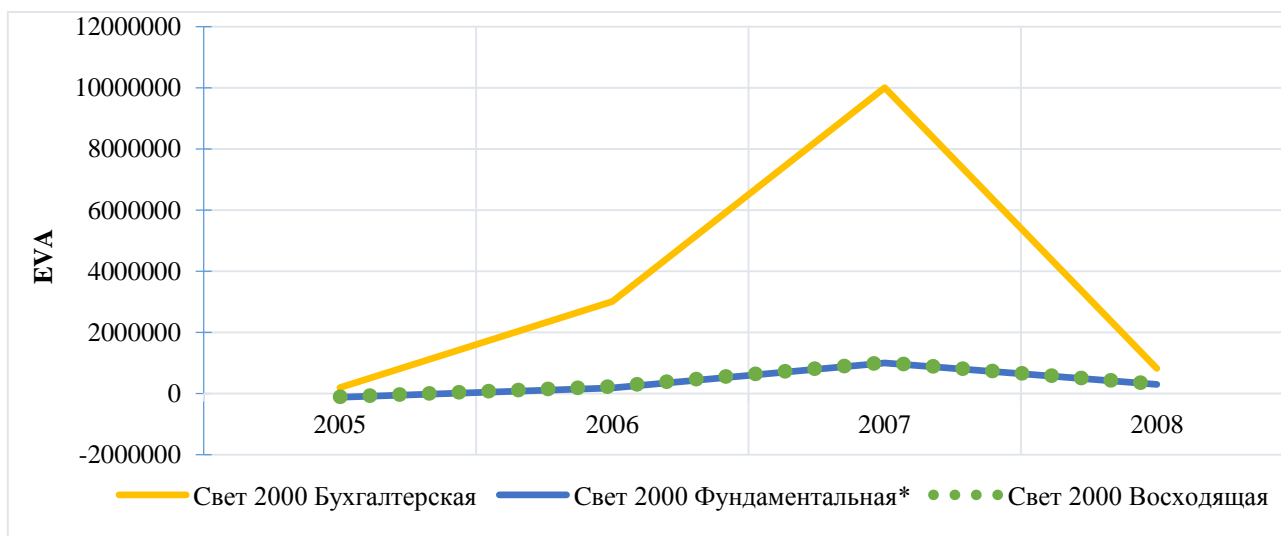
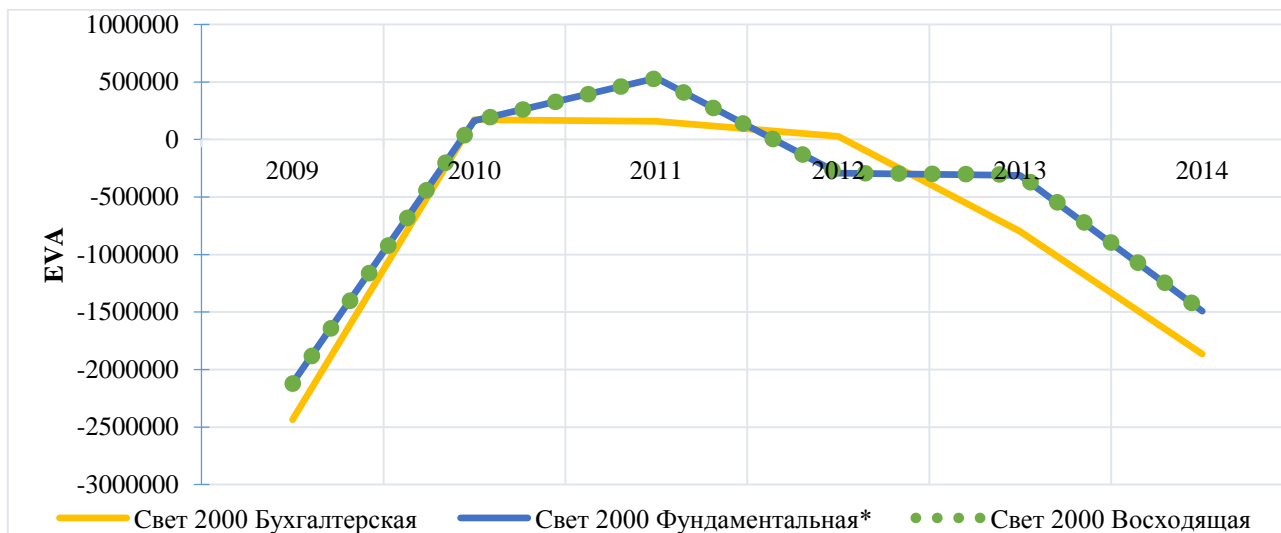
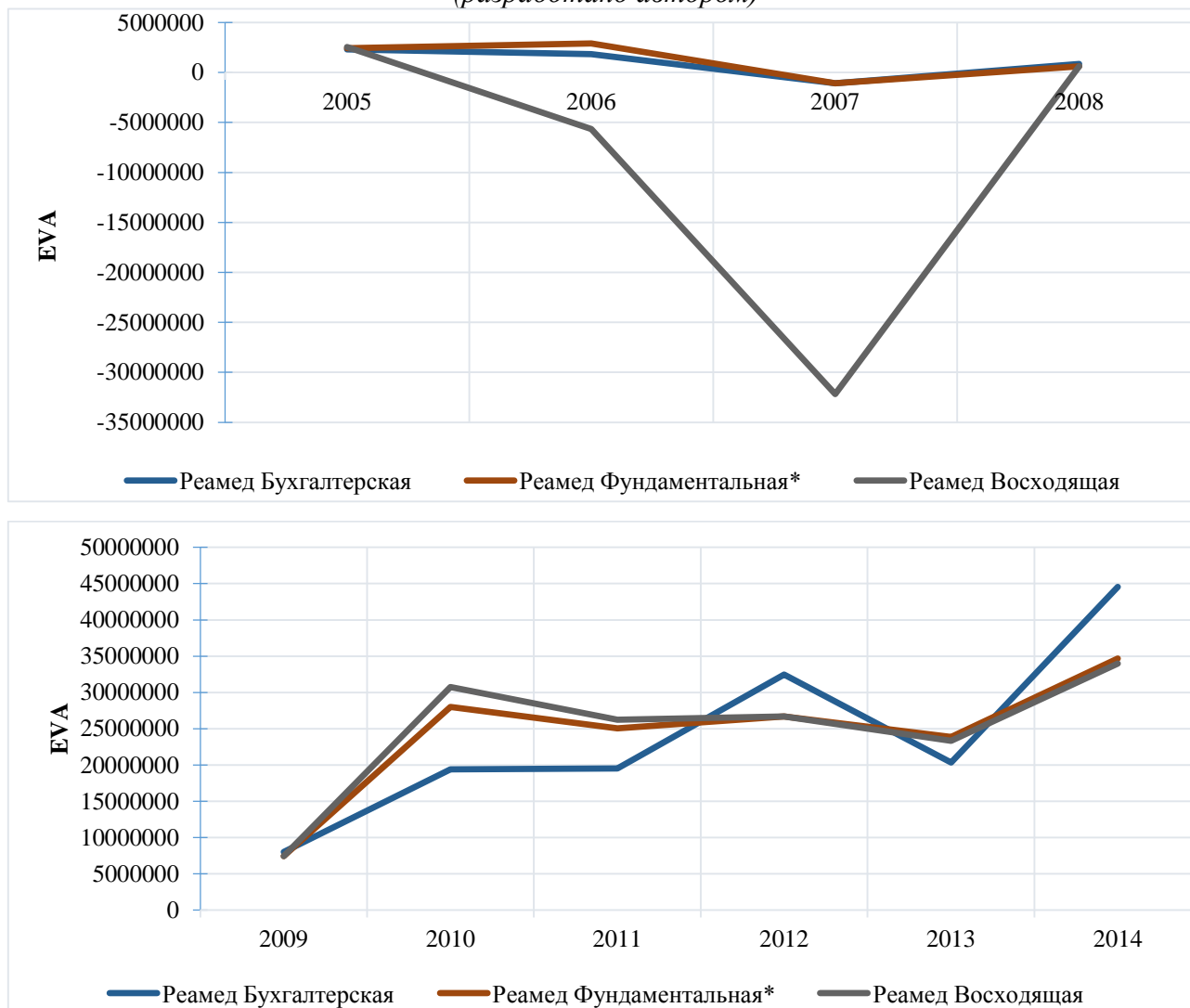


График 6

Значения EVA для ООО «Реамед», в зависимости от метода расчета бета
(разработано автором)



Из графиков 4-6 видно, что в большинстве наблюдений, значения экономической прибыли на основе фундаментального метода стали близки к значениям на основе восходящего метода, либо приблизились к среднему значению среди трех методов. Таким образом, добавление более существенной рыночной составляющей в фундаментальный метод привело к тому, что коэффициент смог вобрать в себя максимум информации, для оценки систематического рыночного риска каждой из компаний, и как видно из таблицы, модифицированная бета может быть близка как к бухгалтерской модели, так и к рыночной, что делает её наиболее эффективным, хоть и не самым простым методом расчета.

В статье были рассмотрены и проанализированы компоненты и составляющие метода оценки экономической добавленной стоимости, в целях адаптации его использования к компаниям субъектам МСП. Применение данного метода к субъектам малого и среднего бизнеса связано с определёнными корректировками, которые необходимо внести в структуру расчета экономической добавленной стоимости. Помимо видоизменения самой формулы EVA, камнем преткновения становится вопрос определения стоимости капитала в структуре средневзвешенной стоимости капитала. В практике оценки бизнеса, специалисты, в таких случаях, используют кумулятивную ставку дисконтирования, однако, по мнению автора, этот

метод является субъективным, а также недостаточно удобным для менеджмента МСП. Поэтому автор предлагает использовать классический вариант модели капитальной оценки стоимости активов CAPM. Компоненты CAPM, в таком случае, будут рассчитываться следующими путями:

1. Безрисковая ставка – как эффективная доходность к погашению долгосрочных ОФЗ с постоянным доходом.

2. Среднерыночная доходность – как изменение доходности рынка, определяемое по индексу ММВБ компаний малой и средней капитализации, с добавлением к нему среднего дивидендной доходности на рынке за оцениваемый период.

3. Бета коэффициент – ввиду того, что субъекты МСП не присутствуют на фондовом рынке, расчет беты предлагается произвести одним из трех методов. По мнению автора, наиболее адекватным выступает метод фундаментальных бета коэффициентов, включающий в себя максимум информации как о рынке, так и о компании. Однако, как показывает статья, при расчете беты каждым из методов, конечные значения экономической добавленной стоимости существенно различаются. Автором предлагается модификация фундаментального метода расчета бета коэффициента, путем замены бухгалтерской беты в уравнении регрессии на доходность фондового индекса, что приводит к более адекватным значениям фундаментальной беты, отражающей больше информации о компании и рынке.

ЛИТЕРАТУРА

1. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. - 3-е изд., перераб. И доп. / Пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. - 576 с.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Дамодаран А.; Пер. с англ. - 5-е изд. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. - 1340 с.
3. Э.Е. Тихонов. Методы прогнозирования в условиях рынка: учебное пособие. / Э.Е. Тихонов. – Невинномысск, 2006. – 221 с.
4. Морозко Н.И. Управление стоимостью организаций малого бизнеса // Морозко Н.И., Диденко В.Ю., Финансовая аналитика, 2015. №15.
5. Козырь Ю.В. Аспекты оценивания и корректировки ставки дисконтирования // Appraiser.Ru. Вестник оценщика [электронный ресурс]. URL: <http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionId=188&Id=1286>.
6. Beaver W. The association between market determined, and accounting determined risk measures / Beaver W., Kettler P., Scholes M.; The Accounting Review, 1970.
7. F. Krol Value Based Management in Small and Medium Enterprises: Analysis of internal and external impulses and possibilities of implementation // Arbeitspapier Nr. 9-1, 2007.
8. Brigham E. Financial Management: Theory and Practice / Brigham E., Ehrhardt C. South-Western, Thomson Learning, 2002 – 1184 s.
9. Теплова Т.В. Современные модификации стоимостной модели управления компанией // Вестник МГУ 2004. №1.
10. Яскевич, Е.Е. Оценка бизнеса. Техника построения ставок дисконтирования с применением модели МСАРМ в рублевом эквиваленте на основании данных по РФ // Е.Е. Яскевич. – Научно-практический центр профессиональной оценки. – [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.crcpa.ru/Publications/024/>.

Podobedov Nikita Veniaminovich

Financial university under the government of the Russian Federation, Russia, Moscow
E-mail: roknikrol@gmail.com

Aspects of value assessment in small and medium enterprises in the framework of value based management approach

Abstract. The article tells about one of the steps of value based management adaptation in small and medium enterprises, that is, the step of assessing enterprise value. The author investigates economic value added as an approach to assessing company's value, and analyzes adjustments necessary for effective value evaluation of small and medium enterprises. The article considers the issue of adjusting one of the components of weighted average capital cost model, namely the cost of equity. The author suggests using a modified version of capital asset pricing model, in which average market return for small and medium enterprises is calculated as a change in return of small capitalization companies stock index, adjusted on average stock market dividend yield. Besides, the author presents three calculation methods of beta – coefficient for companies, which are not listed on financial markets. The article carries out a comparative analysis of economic value added calculation, based on the examples of three small enterprises, on all steps of its calculation. In particular, the author compares economic value added, calculated depending on the method systematic risk rating, and on average market return adjustment.

Keywords: value based management; economic value added; small and medium enterprises; capital asset pricing model; cost of capital; average market return; beta