

Интернет-журнал «Наукovedение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>
Выпуск 6 (25) 2014 ноябрь - декабрь <http://naukovedenie.ru/index.php?p=issue-6-14>
URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/180EVN614.pdf>
DOI: 10.15862/180EVN614 (<http://dx.doi.org/10.15862/180EVN614>)

УДК 336.64+336.67

Шевченко Анастасия Александровна
ФГБОУ ВПО «Ростовский государственный строительный университет»
Россия, Ростов-на-Дону¹
Ассистент, Кандидат экономических наук
E-mail: fiolenta@hotmail.com

Драйверы стоимости строительных компаний

¹ 344022 г. Ростов-на-Дону, ул. Социалистическая, д. 162, к. 4304

Аннотация. Особенности оценки бизнеса и активов субъектов строительного сектора следуют из воздействия факторов отраслевой принадлежности оцениваемой компании и состава ее имущественного комплекса, игнорирование которых приводит к ошибке прогноза денежных потоков и определения ставки дисконтирования. При оценке стоимости строительной компании необходим системный подход, обеспечивающий всесторонний анализ драйверов создания стоимости, отражающих как ее долгосрочную (стратегическую) финансовую устойчивость, так и краткосрочную (тактическую) эффективность. Выделение, квантификация и обоснование драйверов стоимости строительной компании включает ряд взаимосвязанных опережающих (ориентированных на перспективу) индикаторов, совокупность которых может быть сведена к факторам роста, риска и качества формирования корпоративного финансового результата и генерируемых на его основе денежных потоков. Ценностно-ориентированный подход к управлению компанией предполагает формирование стратегии, альтернативной существующей, которая обеспечит увеличение внутренней стоимости для конкретного собственника. Формирование внутренней стоимости не зависит от рыночных оценок предприятия, рейтинга его ценных бумаг и ожиданий широкого круга заинтересованных сторон относительно дальнейших перспектив деятельности, а ее прирост отражается не только в цене сделки при продаже компании, но и проявляется в виде увеличения текущей прибыли, формирования доходов будущих периодов или снижении существующих рисков.

Ключевые слова: оценка стоимости компании; драйвер стоимости; совокупная акционерная доходность; рыночная добавленная стоимость; экономическая добавленная стоимость; денежная доходность инвестиций; дисконтированный денежный поток; средневзвешенная стоимость капитала; внутренняя стоимость; рыночная стоимость; ценностно-ориентированное управление.

Ссылка для цитирования этой статьи:

Шевченко А.А. Драйверы стоимости строительных компаний // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» 2014. № 6 <http://naukovedenie.ru/PDF/180EVN614.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ. DOI: 10.15862/180EVN614

Возможности роста и повышения конкурентоспособности современного предприятия определяются способностями менеджмента принимать обоснованные управленческие решения и предвидеть их отдаленные последствия. Показателем корпоративного развития, интегрирующим всю полноту и качество информации, требуемой для принятия стратегических и тактических решений, является стоимость компании.

Ценность (стоимость) строительной компании есть метрика ожиданий заинтересованных сторон относительно успешности ее инвестиционных проектов и будущего развития с учетом совокупности сложившихся экономических и финансовых условий.

Акции большинства строительных предприятий не обращаются на фондовом рынке, поэтому их собственники и руководство лишены возможности отслеживать рыночные котировки и оценивать реакцию инвесторов на принимаемые управленческие решения. Поскольку экономическую оценку могут осуществлять не только собственники компании, но и по их поручению агенты по оценке (оценщики) и по управлению (менеджеры), представителям строительной компании (акционерам и менеджменту) необходимо овладение техникой оценивания стоимости и методическими приемами выявления и корректировки влияния драйверов роста корпоративной стоимости.

Понятие корпоративной стоимости отличается многоплановостью определений, измеряющих показателей и методов оценки (табл.), в связи с чем выделение факторов ее роста затруднительно и существенно зависит от отраслевых и индивидуальных особенностей компании [9, с. 31-38; 15, с. 18-30].

Таблица

Метрики стоимости компании

Метрика	Описание	Специфика применения
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
<i>Метрики совокупной стоимости</i>		
Совокупная акционерная доходность (<i>Total shareholder return, TSR</i>)	Норма доходности для акционеров в виде текущего (начисления дивидендов) и курсового (изменение стоимости акций) доходов; демонстрирует разницу рыночных ожиданий и фактически достигнутых результатов	– в значительной степени зависит от рыночной и отраслевой конъюнктуры; – не отражает влияние конкретных управленческих решений на создаваемую корпоративную стоимость
Совокупная доходность бизнеса (<i>Total business return, TBR</i>)	Отражает изменение рыночной стоимости (рост капитализации) и полученный доход (свободный денежный поток) за определенный период	– позволяет измерить количественный эффект управленческих решений; – менее зависима от внешнеэкономических факторов

<i>Метрики добавленной стоимости</i>		
Рыночная добавленная стоимость (<i>Market value added, MVA</i>)	Разница между рыночной капитализацией компании и стоимостью инвестированного в ее развитие капитала; основывается на рыночных котировках акций и балансовых данных о стоимости чистых активов	– интегрирует ограничения методов ведения бухгалтерского учета и конъюнктуры финансового рынка; – не учитывает временной интервал создания корпоративной стоимости; – должна быть дополнена анализом изменений в прошлых периодах и нормированием на величину активов или инвестированного / собственного капитала
Экономическая прибыль (<i>Economic Profit, EP</i>)	Разница между операционной прибылью и величиной затрат на капитал	– основывается на данных финансовой отчетности, требует дополнительных корректировок для устранения бухгалтерских искажений; – позволяет сравнивать рентабельность инвестированного капитала со стоимостью его привлечения
Экономическая добавленная стоимость (<i>Economic value added, EVA</i>)	Отражает совокупность решений в области: (i) операционной деятельности (влияния на чистую операционную прибыль); (ii) финансирования (влияния на выбор величины и структуры источников финансирования, величину затрат на капитал и его средневзвешенную цену) [7]	– позволяет детерминировать финансовые факторы воздействия на корпоративную стоимость; – носит краткосрочный характер, не отражающий эффективность стратегических решений
Денежная добавленная стоимость (<i>Cash Value Added, CVA</i>)	Величина операционного денежного потока после возмещения затрат на капитал	– требует серьезных бухгалтерских корректировок; – может быть использована на субкорпоративном уровне
Денежная доходность инвестиций (<i>Cash flow return on investment, CFROI</i>)	Отношение денежных потоков компании к сумме инвестированного капитала (совокупным активам)	– учитывает инфляционный фактор; – требует сложных расчетных корректировок и широких аналитических обоснований [1, с. 98–105]; – выражается относительным показателем и может использоваться для сравнения
Дисконтированный денежный поток (<i>Discounted cash flow, DCF</i>)	Демонстрирует перспективы создания стоимости компании и позволяет оценить эффективность и последствия стратегических операционных, инвестиционных и финансовых решений	– применение осложняется трудностью надежного прогнозирования величины денежного потока и обоснования применяемой ставки дисконтирования

Необходимо отметить, что ряд показателей стоимости компании (*TSR*, *TBR*, *MVA*) не может быть использован для измерения и управления стоимостью непубличной компании, поскольку их расчет основан на рыночных данных о стоимости собственного капитала.

Таким образом, многообразие существующих подходов к измерению стоимости компании не позволяет однозначно выделить факторы воздействия на нее, которые, в отличие от отсроченных финансовых показателей, демонстрирующих результаты деятельности прошлых периодов, должны включать опережающие индикаторы, ориентированные на перспективу.

Особенности оценки стоимости строительных компаний следуют из взаимосвязанных факторов (i) отраслевой принадлежности и (ii) специфики активов предприятия (движимое и недвижимое имущество, нематериальные активы) [2]:

1. Особенная важность и существенность нематериальных активов строительной организации, квантифицируемая рейтинговой оценкой ее кредитоспособности и инвестиционной привлекательности. Ценным нематериальным активом строительной компании является контрактная сеть, особенно в части ее долгосрочной составляющей, демонстрирующая уровень и устойчивость деловой репутации предприятия и выстраиваемая в процессе корпоративной деятельности с краткосрочным (строительным) кредитором и его экспертами, долгосрочным кредитором, подрядчиком и его специалистами (проектировщиками и инженерами), крупными арендаторами и инвесторами, оценщиками, страховыми (титульными) компаниями и другими заинтересованными сторонами, которые имели с ним дело в прошлом [5, с. 142].

2. Специфика формирования денежных потоков в строительстве, заключающаяся во временном расхождении отчетного и фактического движения денежных средств, что вызвано сезонностью сферы деятельности, длительностью производственного цикла и связанного с ним оборота капитала, применением формы расчетов за этапы / виды работ и пр. Некорректность величины учитываемых денежных потоков снижает качество и достоверность их прогнозирования в рамках методов доходного подхода.

3. Многообразие источников и схем финансирования, доступных строительным компаниям, в том числе инструментов инновационного (мезонинного и структурированного) финансирования [8, с. 75-76], что затрудняет оценку структуры капитала и рисков финансирования компании, влияя на точность прогноза денежных потоков и корректность определения ставки дисконтирования.

4. Значительный объем незавершенного производства (строительства), которое занимает большой удельный вес в структуре активов, вызывая отвлечение капитала из оборота на длительное время. Поскольку данный актив учитывается в составе товарно-материальных запасов и, соответственно, оборотных средств, ликвидность предприятия оказывается завышенной по сравнению с фактической, приводя к ошибке прогноза денежных потоков и оценки рисков.

5. Специфический характер имущественного комплекса строительных предприятий, увеличивающий трудоемкость процесса его оценивания и требующий учета особенностей амортизации, интенсивности и условий эксплуатации, периодичности и качества обслуживания и ремонта, находит воплощение в следующем [2]:

- дорогостоящее движимое имущество (проходческие щиты, экскаваторы и бульдозеры, бетоноформовочные машины), вклад которого в общую стоимость предприятия может оказаться весьма значительным;

- длительный срок эксплуатации и специфичность движимого имущества затрудняет определение величины накопленного износа;
- узкоспециализированность строительной техники затрудняет поиск информации о ее технических и ресурсных характеристиках, делая объект оценивания уникальным, и, соответственно, может привести к ошибочности определения его стоимости.

Стоимость строительной компании может быть дифференцирована рядом взаимосвязанных показателей, отражающих как ее долгосрочную (стратегическую) финансовую устойчивость, так и краткосрочную (тактическую) эффективность.

Драйверы стоимости строительной компании — это критические факторы, (i) оказывающие влияние на компоненты стоимости и их формирование, (ii) непосредственно определяемые и зависимые от принимаемых управленческих решений, (iii) способствующие анализу и контролю процесса создания стоимости предприятия. Для детерминации и установления устойчивых взаимосвязей стоимости строительной компании и ее драйверов используется метод факторного анализа (рис.).

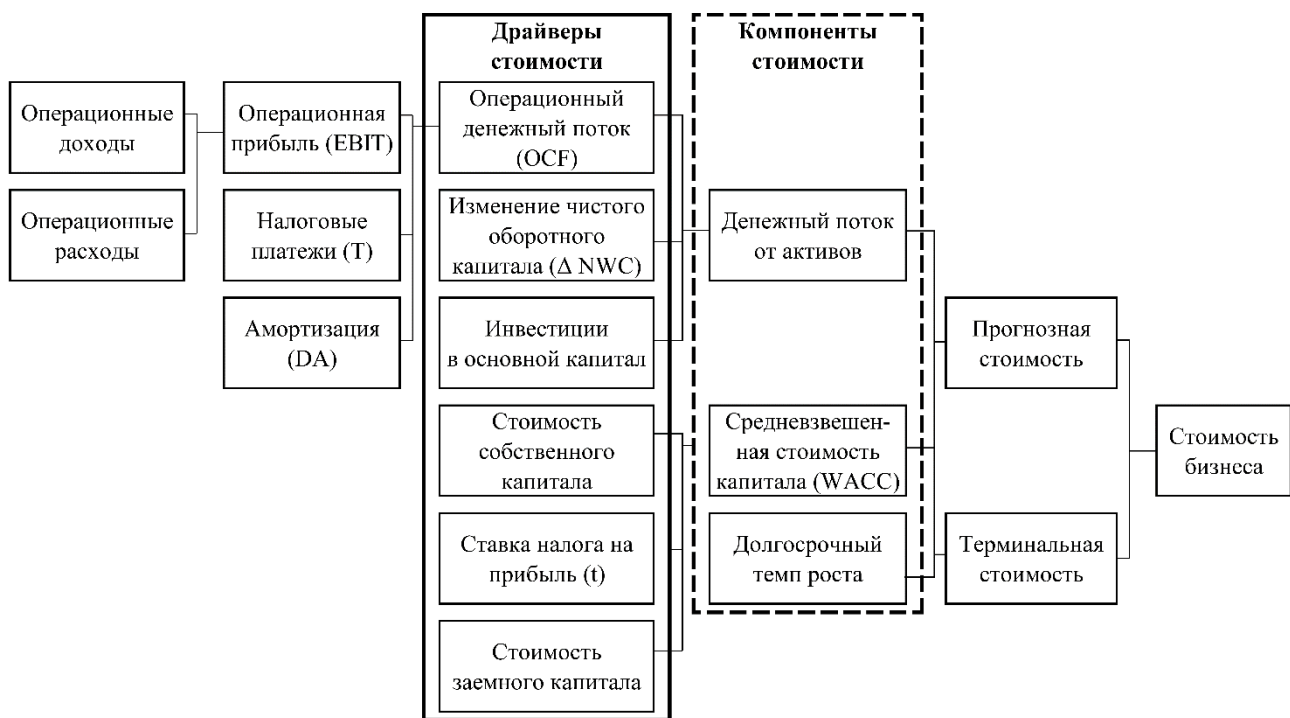


Рис. Драйверы формирования стоимости строительной компании [6, с. 207; 14, с. 74]

Драйверы стоимости строительной компании должны соответствовать следующим критериям:

- значимость воздействия на формирование стоимости;
- количественная измеримость;
- контролируемость на всех уровнях менеджмента;
- подчиненность принимаемым управленческим решениям;

- согласованность с корпоративными целями и задачами;
- корректируемость влияния.

Таким образом, стоимость строительной компании есть функция следующих факторов: (i) инвестиций; (ii) денежных потоков; (iii) экономического срока службы активов; (iv) средневзвешенных затрат на капитал [15, с. 1]. Механизм определения стоимости компании посредством этих факторов описывается подходом на основе дисконтированных денежных потоков (*DCF*), который в отношении строительных компаний обладает наибольшей теоретической силой и практической гибкостью, поскольку позволяет оценить влияние каждого показателя и допущений в их отношении на долгосрочные результаты деятельности и стоимость компании, тем самым определяя успешность ее менеджмента.

Количественные и качественные драйверы (факторы) стоимости строительного предприятия можно разделить на: (i) факторы внешней среды; (ii) внутренние факторы; (iii) финансовые факторы (основные измеряемые показатели эффективности деятельности — *key performance indicators*) [9, с. 431].

Обобщенно ключевые драйверы стоимости строительной компании можно сформулировать как сочетание роста, риска и качества результатов ее деятельности [3, с. 17].

Рост прибыли является одной из основных целей корпоративной деятельности, однако зачастую решения по ее достижению сопровождаются принятием значительных рисков, не приводя к соответствующему приросту стоимости.

Риск состоит из риска основной деятельности (бизнеса) и финансового риска (структуры капитала). Строительным предприятиям следует избегать сочетания высоких отраслевых рисков и высоких рисков финансирования, поскольку для них характерны высокие риски осуществления деятельности и зависимость от экономической конъюнктуры [4].

Качество результатов компании заключается в (i) транспарентности прибыли и применяемого метода бухгалтерского учета, (ii) формировании прибыли в результате основной деятельности компании, (iii) эффективном влиянии прибыли на генерируемые денежные потоки.

При оценке драйверов корпоративной стоимости и моделирования их влияния важно определить, в какой мере увеличение стоимости компании за прошедший период является результатом ценностно-ориентированного управления, и в какой обусловлено благоприятными внешнеэкономическими факторами и ситуацией на рынке и в секторе. С этой целью необходимо сравнить темпы роста стоимости отдельной компании с темпами роста стоимости рыночного сегмента², к которому она относится, разница между которыми продемонстрирует вклад успешного менеджмента в создание корпоративной стоимости [6, с. 45]. Подобный анализ также возможен в рамках *DCF*-подхода путем поэтапного моделирования влияния внешних, внутренних факторов и, наконец, их совокупного воздействия на формирование стоимости.

Для строительной компании следствием понимания и корректирования влияния драйверов стоимости является гармонизация целевых установок и следование стратегии наращивания внутренней стоимости (*intrinsic value*), формирование которой не зависит от рыночных оценок предприятия, рейтинга его ценных бумаг и ожиданий широкого круга заинтересованных сторон относительно дальнейших перспектив деятельности.

² Стоимость рыночного сегмента есть функция от его объема и долгосрочной рентабельности и может быть представлена как сумма прибылей, которые он принесет всем заинтересованным сторонам в долгосрочной перспективе; впервые подход был применен в отношении рынка акций [13].

Внутренняя стоимость становится основой при определении рыночной стоимости компании, которая может существенно отличаться в силу следующих обстоятельств: (i) соотношение спроса и предложения; (ii) степень асимметричного распределения информации между участниками сделки купли-продажи предприятия. Рост внутренней стоимости отражается не только в цене сделки при продаже компании, но и проявляется в виде увеличения текущей прибыли, формирования доходов будущих периодов или снижении существующих рисков.

Исследования Ф. Модильяни и М. Миллера (Modigliani and Miller, 1958, 1963) позволили установить, что внутренняя стоимость актива есть функция от (i) величины экономических выгод, приносимых им в будущем; (ii) отдаленности момента получения выгод; (iii) совокупности рисков, связанных с их получением [11; 12].

Таким образом, внутренняя стоимость строительной компании для конкретного собственника определяется величиной ожидаемых денежных потоков акционерам, дисконтированных по ставке, равной затратам на привлечение собственного капитала.

Ценностно-ориентированный подход к управлению строительной компанией предполагает формирование стратегии, альтернативной существующей, которая обеспечит увеличение внутренней стоимости для собственников и выполнение неравенства:

$$V(L) < V(Ds) < V(M) < V(Ps) < V(As),$$

- где $V(L)$ — ликвидационная стоимость предприятия (*liquidation value*);
- $V(Ds)$ — стоимость предприятия при реализации стратегии дивестиций (*divestment strategy value*);
- $V(M)$ — рыночная стоимость предприятия (*market value*);
- $V(Ps)$ — текущая стоимость предприятия при реализации существующей стратегии (*present strategy value*);
- $V(As)$ — стоимость предприятия при реализации альтернативной стратегии (*alternative strategy value*).

Сопоставление стоимости предприятия, формируемой в результате каждой из представленных стратегий, позволяет оптимизировать системы корпоративного целеполагания и ценностно-ориентированного менеджмента и сделать обоснованный выбор стратегической альтернативы, обеспечивающий наибольший прирост стоимости бизнеса для конкретного собственника.

Квантификация и обоснование драйверов стоимости строительной компании предоставляет ее менеджменту ряд преимуществ: 1) системный подход обеспечивает прозрачность формирования денежных потоков компании и достоверность при определении ее стоимости; 2) формирование системы драйверов и их ранжирование по степени влияния на создание долгосрочной стоимости позволяет обосновывать выбор между ними при определении целей деятельности компании.

Использование системы стоимостных драйверов строительной компании важно при выборе направлений диверсификации деятельности, оценке перспективных инвестиционных проектов, осуществлении капитальных затрат и их сравнении с позиции не только краткосрочной эффективности, но и долгосрочного увеличения стоимости.

ЛИТЕРАТУРА

1. Антилл, Н. Оценка компаний: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО / Н. Антилл, К. Ли. — М.: Альпина Паблишер, 2013. — 440 с.
2. Ильин, М. О. Особенности предприятий строительной отрасли и их имущественного комплекса как объектов оценки / М. О. Ильин, С. В. Горев // Интеграция, партнерство и инновации в строительной науке и образовании: научное издание. — М: МГСУ. — 2011. — С. 103-107.
3. Кэхилл, М. Инвестиционный анализ и оценка бизнеса / М. Кэхилл. — М.: Дело и Сервис, 2012. — 432 с.
4. Полховская, Т. Ю. Теоретические концепции риска финансирования недвижимости / Т. Ю. Полховская // Экономика, статистика и информатика. Вестник УМО. — 2008. — № 2. — С. 40-43.
5. Роменский, А. В. Строительные кредиты: роль региональных банков / А. В. Роменский // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). — 2011. — № 3 (35). — С. 137-146.
6. Чернозуб, О. Л. Жизнь после кризиса: Стоимостной подход к управлению частной компанией / О. Л. Чернозуб. — М.: Альпина Паблишерз, 2009. — 246 с.
7. Шевченко, А. А. Теоретические подходы и критерии оптимизации структуры капитала строительных компаний / А. А. Шевченко, Т. Ю. Полховская // Научное обозрение. — 2013. — № 11. — С. 173-176.
8. Шевченко, А. А. Финансирование деятельности строительно-подрядных организаций в контексте агентских отношений / А. А. Шевченко // Финансовые исследования. — 2012. — № 3 (36). — С. 74-82.
9. Holler, A. New Metrics for Value-Based Management / A. Holler. - Gabler, 2009. - 217 p.
10. Koller T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels. — John Wiley & Sons, Inc., 2010. — 837 p.
11. Modigliani, F. Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M. H. Miller // American Economic Review. — 1963. — Vol. 53. — No. 3. — Pp. 433-443.
12. Modigliani, F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. H. Miller // American Economic Review. — 1958. — Vol. 48. — No. 3. — Pp. 261-297.
13. Myers S. C. Discounted Cash Flow Estimates of the Cost of Equity Capital — A Case Study / S. C. Myers, L. S. Borucki // Financial Markets, Institutions and Instruments. — 1994. — No. 3 (3). — Pp. 9-45.
14. Ross, S. A. Fundamentals of Corporate Finance / S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan. — The McGraw–Hill Companies, 2003. — P. 960.
15. Venanzi D. Financial Performance Measures and Value Creation: The State of Art / D. Venanzi. — Springer, 2012. — P. 73.

Рецензент: Абазиева Камилла Григорьевна, д. э. н., проф., зав. каф. «Экономики и корпоративного управления» ДКГИПТиЭ филиал МГУТУ им. К. Г. Разумовского (Первый казачий университет) в гор. Ростове-на-Дону.

Shevchenko Anastasia Aleksandrovna
Rostov State University of Civil Engineering
Russia, Rostov-on-Don
E-mail: fiolenta@hotmail.com

Value drivers of construction companies

Abstract. Special aspects of business and assets evaluation of construction firms follow by impact of the factors estimated company's industry and its asset composition, disregard of which leads to cash flows forecast error and incorrectness of discount rate determination. Construction company valuation requires a systematic approach that provides a comprehensive analysis of value drivers, which reflect both corporate long-term (strategic) financial stability, as well as short-term (tactical) efficiency. Identification, quantification and justification of the value drivers of construction companies involve a number of interrelated leading (forward looking) indicators, which can be reduced to the factors of growth, risk and quality of corporate financial results and cash flows. Corporate value-based management involves development of the alternative strategy, which provides an increase in the intrinsic value for particular owner. Creation of intrinsic value is not dependent of the market value of firm, its securities rating and stakeholders expectations of business strategy; increment of intrinsic value is not only reflected in the transaction price of the company, but also appears in increasing of operating income, deferred income generation or risk mitigation.

Keywords: corporate valuation; value driver; total shareholder return; market value added; economic value added; cash flow return on investment; discounted cash flow; weighted average cost of capital; intrinsic value; market value; value-based management

REFERENCES

1. Antill, N. Company valuation under IFRS: Interpreting and Forecasting Accounts Using International Financial Reporting Standards / N. Antill, K. Lee. — M.: Alpina Publisher, 2013. — 440 p.
2. Ilyin, M. Special aspects of construction companies and their assets as valuation objects / M. Ilyin, S. Gorev // Integration, partnership and innovation in building science and education: scientific publication. — M: MGSU. — 2011. — Pp. 103-107.
3. Cahill, M. The Financial Times Guide to Making the Right Investment Decisions. How to analyse companies and value shares / M. Cahill. — M.: Business and Service, 2012. — 432 p.
4. Polkhovskaya, T. Theoretical concepts of risk of financing of the real estate / T. Polkhovskaya // Economics, statistics and Informatics. Bulletin UMO. — 2008. — No. 2. — Pp. 40-43.
5. Romenskiy, A. Construction loans: the role of regional banks / A. Romenskiy // Vestnic Rostov State University of Economics (RINH). — 2011. — No. 3 (35). — Pp. 137-146.
6. Chernozub, O. Life after crisis: Value-based management of private company / O. Chernozub. — M.: Alpina Publisher, 2009. — 246 p.
7. Shevchenko, A. Theoretic approaches and criteria of optimizing the capital structure of construction companies / A. Shevchenko, T. Polkhovskaya // Science Review. — 2013. — No. 11. — Pp. 173-176.
8. Shevchenko, A. Raising and application of financing resources by the contractors with an allowance for the interactions with financial institutions / A. Shevchenko // Financial research. — 2012. — No. 3 (36). — Pp. 74-82.
9. Holler, A. New Metrics for Value-Based Management / A. Holler. — Gabler, 2009. — 217 p.
10. Koller T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels. — John Wiley & Sons, Inc., 2010. — 837 p.
11. Modigliani, F. Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M. H. Miller // American Economic Review. — 1963. — Vol. 53. — No. 3. — Pp. 433-443.
12. Modigliani, F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. H. Miller // American Economic Review. — 1958. — Vol. 48. — No. 3. — Pp. 261-297.
13. Myers S. C. Discounted Cash Flow Estimates of the Cost of Equity Capital — A Case Study / S. C. Myers, L. S. Borucki // Financial Markets, Institutions and Instruments. — 1994. — No. 3 (3). — Pp. 9-45.
14. Ross, S. A. Fundamentals of Corporate Finance / S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan. — The McGraw-Hill Companies, 2003. — P. 960.
15. Venanzi D. Financial Performance Measures and Value Creation: The State of Art / D. Venanzi. — Springer, 2012. — P. 73.