

От модели стоимости компании к корпоративным финансовым планам

Ольга Н. Лихачева

*Финансовый университет при Правительстве РФ
Москва, Россия, OLihacheva@fa.ru*

Аннотация. В условиях восстановления экономического суверенитета Российской Федерации особую актуальность приобретают вопросы повышения стоимости российских компаний. Актуальность и новизна темы статьи также подтверждаются недостаточной изученностью проблем обоснования статей финансовых планов в зависимости от стратегических показателей/метрик стоимости компаний реального сектора. Целью подготовки данной статьи является изучение технологии финансового планирования через призму модели фундаментальной стоимости компании. Для того, чтобы менеджмент компании мог планомерно продвигаться к установленным стратегическим показателям стоимости, ему необходимо определить, какие конкретно шаги он должен сделать в этом направлении – особенно в ближайшем будущем, увязывая натуральные показатели со стоимостными на основе технологии финансового планирования. В статье приводится авторская классификация показателей/метрик создания стоимости компаний, раскрывается взаимосвязь системы корпоративного финансового планирования с фундаментальной стоимостью компании, рассмотрены алгоритмы формирования плановых показателей основных форм отчетности.

Ключевые слова: метрика стоимости, моделирование стоимости компании, модель DCF, стоимость компании, финансовое моделирование, финансовый план

Для цитирования: Лихачева О.Н. От модели стоимости компании к корпоративным финансовым планам // Вестник РГГУ. Серия «Экономика и управление». 2025. № 4. С. 134–151. DOI: 10.28995/3033-7216-2025-4-134-151

From the enterprise value model to corporate financial plans

Olga N. Likhacheva

*Financial University under the Government of the Russian Federation
Moscow, Russia, OLihacheva@fa.ru*

Abstract. In the context of the restoration of the economic sovereignty of the Russian Federation, issues of increasing the value of Russian companies are becoming especially relevant. The relevance and novelty of the article topic are

also confirmed by lack of study in the issues of substantiating the items of financial plans depending on the strategic indicators/metrics of the value of companies in the real sector. The purpose of the article is to study the technology of financial planning through the prism of the fundamental value model of the company. In order for the company's management to be able to systematically move towards the established strategic value indicators, it needs to determine what specific steps it should take in that direction – especially in the near future, linking physical indicators with value indicators based on financial planning technology. The article provides the author's classification of indicators/metrics for creating the company's value, reveals the relationship between the corporate financial planning system and the fundamental value of the company, and considers the algorithms for forming planned indicators of the main reporting forms.

Keywords: value metric, company value modeling, DCF model, company value, financial modeling, financial plan

For citation: Likhacheva, O.N. (2025), "From the enterprise value model to corporate financial plans", *RSUH/RGGU Bulletin. "Economics and Management" Series*, no. 4. pp. 134-151, DOI: 10.28995/3033-7216-2025-4-134-151

Введение

В современном мире большинство публичных компаний позиционируют себя как компании, нацеленные на максимизацию стоимости для своих акционеров. Но как моделируется, измеряется и реализуется эта стоимость, является в некоторой степени спорным вопросом. Несмотря на заявления о корпоративной миссии в форме максимизации акционерной стоимости, история знает немало примеров, когда компании терпели неудачу в результате стратегических ошибок. Проблема в том, что менеджерам часто не хватает понимания разницы между решениями, которые ведут к более высокому значению учетных показателей (например, прибыли) и теми, которые создают стоимость.

Основная часть

Моделирование стоимости компании представляет собой формальное вычисление ее фундаментальной/акционерной стоимости на основе выбранного стоимостного показателя/метрики с помощью набора ключевых операционных и финансовых факторов (драйверов), отражающих результаты различных аспектов деятельности компании. Все показатели /метрики создания сто-

имости компании условно можно разделить на два блока – рыночные и фундаментальные, объединив в три основные группы: 1) показатели, основанные на свободных денежных потоках, 2) показатели, основанные на добавленной стоимости, и 3) относительные показатели создания стоимости (рис. 1).

Рыночные показатели создания стоимости могут использовать только публичные компании. Их рассчитывают на основе рыночной цены акции, которая формируется в ходе торгов акциями между инвесторами и биржевыми спекулянтами. Рыночные показатели создания стоимости, к которым относят совокупную

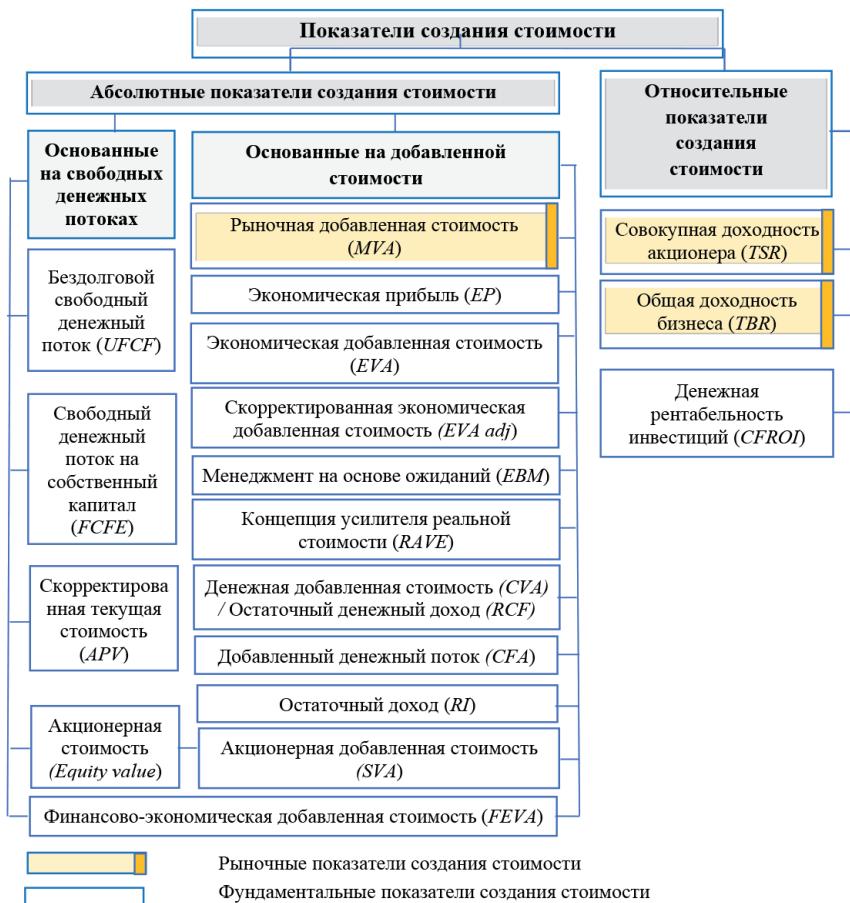


Рис. 1. Классификация показателей создания стоимости

доходность акционера, общую доходность бизнеса и рыночную добавленную стоимость, показывают, произошло приращение рыночной стоимости компании за анализируемый период или нет. *Фундаментальные показатели создания стоимости* определяют способность компании генерировать в будущем свободные денежные потоки, добавленную стоимость или денежную рентабельность. Инвесторы, принимая решения о покупке/продаже акций на основе собственного представления об их недооценке или переоценке, платят за те результаты, которых они *ожидают* от компании в будущем, а не за то, чего компания достигла в прошлом, и, конечно, не за ее существующие активы. К фундаментальным показателям создания стоимости относят свободный денежный поток (бездолговой и на собственный капитал), скорректированную приведенную стоимость, добавленные стоимости (экономическую, акционерную и денежную), остаточный доход, денежную рентабельность инвестиций и некоторые другие.

Еще в конце прошлого века крупные консалтинговые компании перешли к «метрическим войнам», доказывая превосходство именно тех показателей создания стоимости, которые были разработаны именно ими [Myers 1996]. Все они утверждают, что их метрика наиболее тесно связана с ценой акций или наиболее точно измеряет акционерную стоимость, особенно по сравнению с традиционными учетными показателями. Эта дискуссия остается актуальной и сегодня, а поиск такого ключевого индикатора создания стоимости (или совокупности индикаторов), с помощью которого можно наиболее точно измерять, моделировать, и, соответственно, управлять корпоративной стоимостью, по-прежнему представляет интерес в текущих исследованиях [Brück et al. 2022; Liao et al. 2021; Mavropulo et al. 2021 и др.].

В общем случае последовательность моделирования стоимости компаний приведена в табл. 1.

Задача моделирования стоимости компаний сводится к тому, чтобы с помощью системы аналитических уравнений, описывающих бизнес-процессы компании, установить зависимость между входными параметрами модели (факторами стоимости) и фундаментальной либо акционерной стоимостью. Модель необходимо настроить таким образом, чтобы все факторы были связаны между собой и набор допущений мог привести к изменениям всей модели [Кузнецов, Лукасевич 2015]. Решение поставленной задачи моделирования стоимости компаний в современных условиях упрощается использованием цифровых технологий, включая искусственный интеллект, предиктивную аналитику

Таблица 1

Последовательность моделирования стоимости компании
[Коупленд, Коллер, Муррин 2008]

Этап моделирования стоимости компании	Характеристика этапа
1. Анализ исторической отчетности	Анализ величины и динамики факторов стоимости Анализ показателей финансового состояния компании, оказывающих влияние на факторы стоимости компании
2. Разработка стратегии развития и выбор вводных (входных) данных модели	Разработка стратегии развития компании Выбор горизонта финансового плана/прогноза Подготовка плановой/прогнозной финансовой отчетности Разработка сценариев развития Проверка обоснованности финансового плана/прогноза
3. Оценка цены привлечения капитала	Установление долей рыночной стоимости собственного и заемного капитала в целевой структуре капитала Вычисление цены привлечения заемного капитала Вычисление цены привлечения собственного капитала
4. Оценка терминальной стоимости в пост-плановом (прогнозном) периоде	Выбор подходящей методики Оценка параметров Дисконтирование терминальной стоимости
5. Оценка стоимости компании и проверка результатов	Оценка фундаментальной стоимости компании Оценка акционерной стоимости компании и расчет справедливой стоимости акции (для публичных акционерных обществ) Проверка результатов моделирования стоимости и их интерпретация

Составлено автором на основе [Коупленд и др. 2008].

больших данных, роботизацию процессов, машинное обучение, визуализацию моделирования и проч. [Инвестиционный рынок России 2022; Развитие предпринимательства 2022].

Если для вычисления фундаментальной стоимости компании (*EV*) выбрана модель дисконтированных денежных потоков (*DCF*), то в первые *n* плановых/прогнозных периодов моделируют бездолговой свободный денежный поток (*UFCF*), а начиная с периода *n+1*, этот поток стабилизируется и растет только

с постоянным темпом g (например, уровень инфляции). Алгебраически данную модель можно представить следующим образом:

$$EV = \frac{UFCF_1}{1+r} + \frac{UFCF_2}{(1+r)^2} + \frac{UFCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{UFCF_n}{(1+r)^n} + \sum_{i=n+1}^{\infty} \frac{UFCF_{n+1} \times (1+g)^{i-(n+1)}}{(1+r)^i}, \quad (1)$$

где $UFCF$ – бездолговой свободный денежный поток, r – ставка дисконтирования ($WACC$); n – число лет в плановом периоде; $n+1$ – первый год постпланового периода; r – ставка дисконтирования ($WACC$); g – постоянный темп роста денежного потока (при допущении $r > g$).

Упростим выражение (1), используя тот факт, что последнее слагаемое этого выражения есть сумма бесконечно убывающей геометрической прогрессии со знаменателем $(1+g)/(1+r)$:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{UFCF_i}{(1+r)^i} + \frac{UFCF_{n+1}}{(1+r)^n} \frac{1}{1 - \frac{1+g}{1+r}}. \quad (2)$$

Как видно из выражения (2), в модели стоимости предполагаемый будущий срок жизни компаний делится на два периода – плановый или прогнозный (называемый также конечным) и постплановый или постпрогнозный (называемый также терминальным, остаточным или заключительным). Такой алгоритм расчета стоимости компаний диктуется соображениями практического удобства: планировать или прогнозировать показатели стоимости на всю продолжительность жизни компании – дело очень трудоемкое, к тому же это чревато накоплением погрешностей.

Длительность планового/прогнозного периода зависит от стратегических возможностей компаний, отраслевых трендов, макроэкономической ситуации, объема информации, достаточной для подготовки финансового плана/прогноза, позволяющего вычислить величину показателя/метрики стоимости [Стратегические финансы 2017]. В отдельных случаях горизонт планирования может достигать 10 лет и даже 25–30 лет. Однако быстрые темпы перемен, присущие современной экономике, сокращают горизонт планирования, и для бизнеса со стабильными рыночными и конкурентными условиями и предсказуемыми темпами роста он обычно составляет 3–5 лет. Плановый/прогнозный период должен быть таким, чтобы к его окончанию бизнес достиг устойчивого состояния. Как правило, он продолжает-

ся до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются [Коупленд и др. 2008; Дамодаран 2021]. По окончании планового/прогнозного периода наступает постплановый/ постпрогнозный период, который характеризуется устойчивым состоянием компании, а именно:

- стабильными долгосрочными темпами роста показателя стоимости (свободных денежных потоков, экономической прибыли или экономической добавленной стоимости и т. д.),
- постоянным уровнем рентабельности инвестированного капитала (*ROIC*),
- постоянным коэффициентом реинвестиций, т. е. доли скорректированной чистой операционной прибыли (*NOPLAT*), идущей на инвестиции.

Числитель формул (1 и 2) – бездолговой свободный денежный поток – моделируют с использованием ряда методов, которые в широком смысле подразделяются на два:

- метод финансового планирования;
- метод финансового прогнозирования (на основе процента от продаж).

Применение метода финансового планирования предполагает привязку к бездолговому свободному денежному потоку следующих ключевых факторов: цены и объема продаваемой продукции, доли на рынке, количества клиентов, цены и объема закупок материалов, различных норм, нормативов и целевых коэффициентов. Такая технология моделирования стоимости компании является индивидуальной для каждой компании, более подробной и сложной, однако и более правильной. В идеале план должен составляться на основе месяца, по крайней мере на первый год, поэтому квартальный план является предпочтительным, если активность компании зависит от сезона [Gregory 1999]. Недостатками данной технологии являются большие затраты времени и сил, поскольку для каждой компании нужно выбирать свои ключевые факторы влияния на бездолговой свободный денежный поток. Поэтому модель стоимости компании на основе использования метода финансового планирования невозможно формализовать под один стандарт.

Модель стоимости компании с применением метода финансового прогнозирования (на основе процента от продаж) является моделью предсказательного, прогностического характера, в которой показатели, влияющие на свободный денежный поток, привязаны к будущему темпу роста продаж. Данный метод необходимо использовать в случае неполноты информации о компании. Он проще, имеет смысл применения в моделировании

стоимости стабильных и более зрелых компаниях и построен на предположении об их устойчивом развитии в будущем. Частью такого прогноза часто становится регрессионный анализ для определения взаимосвязи между базовыми факторами (драйверами) стоимости и ростом выручки. Для многих моделей оценки стоимости компаний этого будет достаточно. Преимущества данного метода в том, что он требует меньше времени и сил, поскольку модель является более агрегированной (имеет меньше деталей), и ею проще пользоваться. К числу недостатков метода относятся возможные искажения результатов модели стоимости компании ввиду предположения о пропорциональной зависимости показателей финансовой отчетности от продаж (возможны другие зависимости), а также необходимость устранения возникающих циклических ссылок.

Далее рассмотрим особенности *метода финансового планирования*, лежащего в основе моделирования стоимости компаний. Предлагаемая концептуальная модель стоимости компаний сначала приводит алгоритмы расчета показателей плановой финансовой отчетности, на основе которых моделируется бездолговой свободный денежный поток, а затем – методы вычисления терминальной стоимости компаний в постплановом периоде.

В табл. 2 приведен алгоритм расчета нераспределенной прибыли в плане прибылей и убытков, составленном в управлеченческом формате. Исходным пунктом финансового плана, как правило, является план будущего объема продаж. Планирование расходов основано на данных по номенклатуре выпускаемой продукции и используемой технологии производства. Прибыль в модели вычисляют расчетным путем. Далее в табл. 3 представлены алгоритмы расчета основных статей планового баланса.

Планирование статей баланса должно учитывать *ограничивающие факторы*. Например, таким фактором может быть остаток денежных средств, который может зависеть как от уровня долга [Acharaya et al. 2007], так одновременно и от долговой нагрузки, и величины денежных потоков компании [Лихачева, Панасенко 2021]. Другим фактором может быть уровень загрузки производственных мощностей (скажем, загрузка выше 95% для любого из месяцев года будет считаться рисковой, и производственные службы не подтвердят план на такой месяц). Еще один фактор – фактическая оборачиваемость запасов, замедление которой может привести к затовариванию и их порче [Шальнева 2016]. Ограничения также могут касаться дополнительных долговых обязательств (по соображениям структуры капитала), дополнительных краткосрочных обязательств (по соображениям ликвидности) и проч.

Таблица 2

Алгоритм расчета нераспределенной прибыли в плане прибылей и убытков (управленческий формат)

Алго- ритм расчета	Наименование показателя	Название плана, в котором рассчитывают показатель
+	Чистая выручка от продаж (без НДС и акцизов)	План продаж
-	Себестоимость продаж, не включая амортизационные отчисления	План себестоимости
=	Валовая прибыль	
-	Коммерческие расходы, не включая амортизационные отчисления	План коммерческих расходов
-	Управленческие расходы, не включая амортизационные отчисления	План управленческих расходов
=	Прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации	
-	Амортизационные отчисления	План капитальных вложений
=	Прибыль от основной деятельности	
+ -	Внереализационные доходы Внереализационные расходы	Вспомогательный план
=	Прибыль до вычета процентов и налогов	
+	Процентные доходы и дивиденды	План финансовых вложений/инвестиционный план
-	Проценты к уплате	Кредитный план
=	Прибыль до налогообложения	
-	Налог на прибыль	Налоговый план
=	Чистая прибыль	
-	Дивиденды	План по дивидендам
=	Нераспределенная прибыль текущего планового периода	

Таблица 3

Алгоритм расчета основных статей планового баланса

Статья баланса на конец периода	Алгоритм расчета статьи баланса			
Активы				
1. Внебалансовые активы				
Основные средства	=	1) Остаточная стоимость основных средств н. п.* + Ввод в эксплуатацию приобретенных или созданных объектов – Выбытие основных средств – Начисленная за период амортизация 2) Первоначальная стоимость основных средств н. п. + Ввод в эксплуатацию приобретенных или созданных объектов – Выбытие основных средств – Накопленная амортизация		
Нематериальные активы (НМА), кроме неамортизируемых	=	1) Остаточная стоимость НМА н. п. + Ввод в эксплуатацию приобретенных или созданных объектов – Выбытие НМА – Начисленная за период амортизация 2) Первоначальная стоимость НМА н. п. + Ввод в эксплуатацию приобретенных или созданных объектов – Выбытие НМА – Накопленная амортизация		
Долгосрочные финансовые вложения	=	Долгосрочные финансовые вложения н. п. + Приобретение акций и долей + Выдача займов + Покупка облигаций – Продажа акций и долей – Погашение долга перед компанией		
Незавершенное строительство	=	Незавершенное строительство н. п. + Капитальные вложения в течение периода планирования (новые проекты и доработка старых) – Ввод объектов в эксплуатацию – Продажа объектов незавершенного строительства и прочее выбытие		
Отложенный налоговый актив (когда бухгалтерский налог на прибыль превышает реальный налог на прибыль)	=	Отложенный налоговый актив н. п. + Начисление отложенных налоговых активов – Погашение отложенных налоговых активов		

* Сокращение «н. п.» в таблице обозначает на начало периода, «к. п.» – на конец периода.

Продолжение табл. 3

Статья баланса на конец периода	Алгоритм расчета статьи баланса	
II. Оборотные активы		
Запасы сырья и материалов	=	Запасы сырья и материалов н. п. + Объем закупок – Расход материалов за период – Продажа запасов сырья и материалов
Запасы готовой продукции	=	Запасы готовой продукции н. п. + Выпуск готовой продукции + Объем закупок продукции у сторонних производителей – Продажа готовой продукции
Запасы незавершенного производства	=	Незавершенное производство н. п. + Выпуск готовой продукции – Перевод в готовую продукцию
Дебиторская задолженность	=	Дебиторская задолженность н. п. + Стоимость проданной, но не оплаченной продукции – Поступления денежных средств за ранее проданную продукцию
Краткосрочные финансовые вложения	=	Краткосрочные финансовые вложения н. п. + Приобретение акций, долей + Покупка облигаций + Выдача займов – Продажа акций, долей – Погашение долга перед компанией
Денежные средства (для модели, где деньги – это НЕ регулирующая статья)	=	Денежные средства н. п. + Денежные притоки – Денежные оттоки
Денежные средства (для модели, где деньги – это регулирующая статья)	=	Денежные средства = Пассивы – Неденежные оборотные активы – Внеоборотные активы
Пассивы III. Капитал		
Уставный капитал	=	Уставный капитал н. п. + Увеличение уставного капитала (допэмиссия, вклады собственников) – Уменьшение уставного капитала (выкуп акций, продажа долей собственников)
Нераспределенная прибыль	=	Нераспределенная прибыль нарастающим итогом н. п. + Нераспределенная прибыль текущего планового периода – Использование нераспределенной прибыли

Окончание таб. 3

Статья баланса на конец периода	Алгоритм расчета статьи баланса
IV. Долгосрочные обязательства	
Кредиты и займы (для модели, где долг – это НЕ регулирующая статья)	= Остаток кредитов и займов н. п. + Получение кредитов и займов – Погашение кредитов и займов + Начисленные проценты к уплате – Выплаченные проценты к уплате
Кредиты и займы (для модели, где долг – это регулирующая статья)	= Активы – Уставный капитал – Нераспределенная прибыль прошлых лет – Нераспределенная прибыль текущего года – Краткосрочные обязательства
Отложенное налоговое обязательство (когда бухгалтерский налог на прибыль меньше реального налога на прибыль)	= Отложенное налоговое обязательство н. п. + Начисление отложенных налоговых обязательств – Погашение отложенных налоговых обязательств
V. Краткосрочные обязательства	
Краткосрочные кредиты и займы (для модели, где долг – это НЕ регулирующая статья)	= Остаток кредитов и займов н. п. + Получение кредитов и займов – Погашение кредитов и займов + Начисленные проценты к уплате – Выплаченные проценты к уплате
Кредиты и займы (для модели, где долг – это регулирующая статья)	= Активы – Уставный капитал – Нераспределенная прибыль прошлых лет – Нераспределенная прибыль отчетного года – Долгосрочные обязательства – Кредиторская задолженность – Прочие текущие пассивы
Кредиторская задолженность	= Кредиторская задолженность н. п. + Закупки запасов и основных средств – Оплата приобретенных запасов и основных средств + Начисление зарплаты со взносами, налогов и дивидендов – Выплаты зарплаты со взносами, налогов и дивидендов

Третий основной финансовый план компании – план движения денежных средств – может быть составлен прямым или косвенным способами. Однако ограниченные рамки публикации не позволяют привести алгоритмы расчета показателей данного плана.

Если для вычисления фундаментальной стоимости компании выбрана модель дисконтированного денежного потока

(*DCF*), то потребуется сделать дополнительные расчеты бездлгового свободного денежного потока компании (*Unlevered Free Cash Flow, UFCF*) в качестве стратегического показателя/метрики стоимости. Его можно рассчитать двумя способами, воспользовавшись планом движения денежных средств, составленного прямым или косвенным способами:

$$UFCF = (CFO - Int \times t) + CFI, \quad (3)$$

$$UFCF = -(CFF) - Int \times t, \quad (4)$$

где *Int* – проценты к уплате; *t* – ставка налога на прибыль; (*Int* \times *t*) – налоговый эффект от использования заемных средств; *CFO* – денежные потоки по операционной деятельности; *CFI* – денежные потоки по инвестиционной деятельности; $-(CFF)$ – денежный поток по финансовой деятельности, взятый с обратным знаком.

Важно, что при расчете величины *UFCF* не учитывают затраты, связанные с финансированием компании, например, проценты по кредитам и дивиденды на акции. Это объясняется тем, что затраты на финансирование учитывают при выборе ставки дисконтирования денежного потока, основу которой составляет средняя цена капитала для компании (*WACC*). Такой подход позволяет отделить операционные и инвестиционные решения от решений по финансированию, а также избежать потенциальных ошибок двойного счета.

Еще одно уравнение расчета бездлгового свободного денежного потока компании (*UFCF*) предполагает использование статей только двух форм отчетности – плана прибылей и убытков и планового баланса:

$$UFCF = EBIT \times (1 - t) + DA - \Delta FA - \Delta WCR, \quad (5)$$

где *EBIT* – прибыль до вычета процентов и налогов; *t* – эффективная ставка налога на прибыль; *EBIT* \times $(1 - t)$ – чистая операционная прибыль за вычетом скорректированного налога на прибыль (*NOPLAT*); *DA* – амортизационные отчисления за плановый период; ΔFA – величина изменения за плановый период внеоборотных активов; ΔWCR – изменение за плановый период потребности в оборотном капитале.

Заметим, что изменения во внеоборотных активах не должны затрагивать переоценку основных средств (в случае ее осу-

ществления), иначе при калькуляции бездолгового свободного денежного потока уровень инвестиций будет завышен. Изменение потребности в оборотном капитале в плановом периоде следует считать как разность между операционными оборотными активами (суммой запасов, дебиторской задолженности, операционного остатка денежных средств и прочих оборотных активов, задействованных в операционной деятельности) и беспроцентными текущими обязательствами (кредиторской задолженностью, оценочными обязательствами и проч.).

Если модель стоимости компании строится в таблицах Excel, то все расчетные таблицы первого планового месяца, начиная с плана продаж и заканчивая плановыми формами отчетности, следует расширить на последующие годы периода планирования. Для удобства моделирования стоимости компании целесообразно агрегировать ежемесячные данные в годовые. А учитывая постоянно растущую сложность социально-экономических процессов на всех уровнях агрегации, необходимо адаптировать соответствующие системы планирования компаний [Nezamaykin, Yurzinova 2017] и координировать взаимодействия практических всех подразделений организации, дабы не перерасходовать ресурсы на создание финансового плана и не понизить его качество [Юрзинова, Незамайкин 2017].

Наконец, обсудим последнее слагаемое в формуле стоимости компании (2) – $\frac{VFCF_{n+1}}{r = g}$ выражение, представляющее собой терминальную стоимость компании в модели стабильного роста Гордона. Оценка терминальной стоимости в постплановом периоде – это один из наиболее сложных этапов модели DCF, именно здесь создается основная часть стоимости большого количества компаний за счет успешного претворения в жизнь будущих стратегических возможностей. Важно как можно точнее вычислить эти параметры, поскольку постпрогнозная стоимость чрезвычайно чувствительна к ним, особенно к темпам роста. Существуют следующие предпосылки для оценки терминальной стоимости в модели стабильного роста Гордона:

- темп роста компании становится постоянным.
- компания ежегодно инвестирует в бизнес одинаковую долю своего денежного потока.

Обоснование параметров, влияющих на терминальную стоимость, должно быть составной частью процесса финансового планирования/прогнозирования. Эти параметры должны базироваться на четком и внутренне согласованном долгосрочном прогнозе развития компании и отрасли, к которой она относит-

ся. А главное, эти параметры должны соответствовать тем сценариям развития компании, которые были заложены в финансово-модель компанию.

Если компания принадлежит к циклической отрасли, очень важно, чтобы конкретный плановый период полностью охватывал весь цикл. В противном случае допущения о терминальной стоимости могут оказаться нереалистичными, если план будет построен на данных, характеризующих циклический подъем или, наоборот, циклический спад. Правильнее всего выводить свои допущения о терминальной стоимости из долгосрочного финансового плана, усредняющего циклический эффекты.

Подчеркнем, что приведенный в формулах (1 и 2) алгоритм расчета терминальной стоимости – не единственно возможный. Помимо денежных потоков, можно использовать и другие стоимостные показатели/метрики стоимости, модель ликвидационной стоимости или метод компаний-аналогов (мультипликаторов). Важно выбрать такой способ вычисления терминальной стоимости, который будет наиболее подходящим для конкретной компании с учетом стадии ее жизненного цикла и перспектив развития, отраслевой принадлежности и макроэкономического окружения.

Таким образом, увязывая систему корпоративного финансового планирования, включающую долгосрочные (стратегические), текущие (бюджеты) и оперативные финансовые планы, со стратегическим показателем/метрикой стоимости, российские компании смогут более эффективно управлять акционерной стоимостью, активно воздействуя на ее ключевые факторы/драйверы. Последние подробно анализируются в основополагающем труде по стоимостному управлению [Rappaport 1998], а также современных исследованиях ([Bartov et al. 2002; Gou et al. 2005; Анкудинов, Лебедев 2014] и др.).

Заключение

На сегодняшний момент не существует идеальной модели вычисления стоимости компании, которая была бы лишена недостатков. Поэтому механизм определения стоимости компании выстраивают таким образом, чтобы приблизить оценку к ее справедливому значению, снизив погрешность при определении стоимости до минимального уровня. Декомпозиция стратегический показатель/метрику стоимости в систему целевых нормативов, используемых при формировании системы финансовых

планов и бюджетов, компании смогут переходить от финансовых моделей к стоимостным принципам принятия решений на всех уровнях управления. Предложенное описание модели стоимости компании с применением технологии финансового планирования можно последовательно применять к разным уровням агрегирования с учетом особенностей конкретной отрасли и специфики конкретного бизнеса.

Литература

- Анкудинов, Лебедев 2014 – *Анкудинов А.Б., Лебедев О.В. Детерминанты создания акционерной стоимости российскими компаниями* // Корпоративные финансы. 2014. № 8 (1). С. 32–47. DOI: 10.17323/j.cfr.2073-0438.8.1.2014.32-47.
- Дамодаран 2021 – *Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов*. Ж: Пер. с англ. 11-е изд. М.: Альпина Паблишерз, 2021. 1316 с.
- Инвестиционный рынок России 2022 – *Инвестиционный рынок России: состояние и направления развития*: Монография / Данилов А.И., Ермоловская О.Ю., Капранова Л.Д., Лихачева О.Н., Седаш Т.Н., Щербина Т.А., Тютюкина Е.Б. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Дацков и Ко, 2022. 318 с.
- Коупленд и др. 2008 – *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление*: Пер. с англ. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Олимп-бизнес, 2008. 576 с.
- Кузнецов, Лукасевич 2015 – *Кузнецов Н.И., Лукасевич И.Я. Разработка финансовой модели деятельности предприятия* // Финансы. 2015. № 9. С. 53–57.
- Лихачева, Панасенко 2021 – *Лихачева О.Н., Панасенко К.О. Управление денежными средствами в российских металлургических и нефтегазовых компаниях* // Корпоративные финансы. 2021. № 15 (3). С. 60–69. DOI: 10.17323/j.cfr.2073-0438.15.3.2021.60-69.
- Развитие предпринимательства 2022 – *Развитие предпринимательства: концепции, цифровые технологии, эффективная система*: монография / Под общ. ред. М.А. Эскиндарова. 3-е изд. М.: Дацков и Ко, 2022. 605 с.
- Стратегические финансы 2017 – *Стратегические финансы: от теории к практике*: Монография / Под ред. Г.И. Хотинской, Л.И. Черниковой. М.: РУСАЙНС. 2017. 286 с.
- Шальнева 2016 – *Шальнева В.В. Оценка сбалансированного финансового плана предприятия* // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. 2016. № 4 (37). С. 55–60.
- Юрзинова, Незамайкин 2017 – *Юрзинова И.Л., Незамайкин В.Н. Оценка эффективности функционирования системы финансового планирования: интегральный подход к оценке* // Вестник РГГУ. Серия: Экономика. Управление. Право. 2017. № 4 (10). С. 32–46.
- Acharya et al. 2007 – *Acharya V.V., Almeida H., Campello M. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies* // Journal of Financial Intermediation. 2007. № 16 (4). P. 515–554. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.04.001>.

- Bartov et al. 2002 – *Bartov E., Mohanram P., Seethamraju C.* Valuation of Internet stocks – an IPO Perspective // *Journal of Accounting Research*. 2002. № 40. P. 321–346.
- Brück et al. 2022 – *Brück Ch., Knauer T., Schwering A.* Disclosure of value-based performance measures: Evidence from German listed firms // *Accounting and Business Research*. 2022. Vol. 53 (6). P. 671–698.
- Gou et al. 2005 – *Gou R., Lev B., Zhou N.* The Valuation of Biotech IPOs // *Journal of accounting auditing and Finance*. 2005. № 20. P. 423–459.
- Gregory 1999 – *Gregory A.* Strategic Business Valuation. London: FT/Prentice Hall, 1999. 209 p.
- Liao et al. 2021 – *Liao L., Kang H., Morris R.D.* 2021. The value relevance of fair value and historical cost measurements during the financial crisis // *Accounting & Finance*. 2021. № 61. P. 2069–2107.
- Mavropulo et al. 2021 – *Mavropulo O., Rapp M.S., Udoieva I.A.* Value-based management control systems and the dynamics of working capital: Empirical evidence // *Management Accounting Research*. 2021. Vol. 52. P. 100740.
- Myers 1996 – *Myers R.* Metric wars // *J. CFO*. 1996. № 12. P. 41–50.
- Nezamaikin, Yurzinova 2017 – *Nezamaikin V.N., Yurzinova I.* Complex Estimation of the Efficiency of the Financial Planning System // Proceedings of the 3rd International Conference on Economics, Management, Law and Education (EMLE 2017). Zhengzhou, 2017. P. 86–87.
- Rappaport 1998 – *Rappaport A.* Creating Shareholder Value: The new standard for Business Performance. 2nd edn. New York: The Free Press, 1998. 270 p.

References

- Acharya, V.V., Almeida, H. and Campello M. (2007), “Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies”, *Journal of Financial Intermediation*, no. 16 (4), pp. 515–554, <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.04.001>.
- Ankudinov, A.B. and Lebedev, O.V. (2014), “Determinants of shareholder value in Russian companies”, *Journal of Corporate Finance Research / Corporate Finance*, no. 8 (1), pp. 32-47, DOI: 10.17323/1.jcfr.2073-0438.8.1.2014.32-47.
- Bartov, E., Mohanram, P. and Seethamraju, C. (2002), “Valuation of Internet stocks – an IPO Perspective”, *Journal of Accounting Research*, no. 40, pp. 321–346.
- Brück, Ch., Knauer, Th. and Schwering, A. (2022), Disclosure of value-based performance measures: Evidence from German listed firms”, *Accounting and Business Research*, vol. 53 (6), pp. 671–698.
- Danilov, A.I., Ermoolovskaya, O.Yu., Kapranova, L.D., Likhacheva, O.N., Sedash, T.N., Shcherbina T.A. and Tyutukina, E.B. (2022), *Investitsionnyi rynok Rossii: sostoyanie i napravleniya razvitiya: Monografiya* [Investment market of Russia. State and directions of development. Monograph], 3rd ed., Dashkov i Ko, Moscow, Russia.
- Damodaran, A. (2021), *Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lubykh aktivov* [Investment Valuation. Tools and Methods for Valuing Any Assets], 11rd ed. Alpina Publishers, Moscow, Russia.
- Eskindarov, M.A. (ed.) (2022), *Razvitiye predprinimatel'stva: kontseptsii, tsifrovye tekhnologii, effektivnaya sistema: monografiya* [Development of entrepreneurship.

- Concepts, digital technologies, effective system. Monograph], 3rd ed., Dashkov i Ko, Moscow, Russia.
- Gou, R., Lev, B. and Zhou, N. (2005), "The Valuation of Biotech IPOs", *Journal of accounting auditing and Finance*, no. 20, pp. 423-459.
- Gregory, A. (1999), *Strategic Business Valuation*, FT/Prentice Hall, London, UK.
- Khotinskaya, G.I. and Chernikova, L.I. (eds.) (2017), *Strategicheskie finansy: ot teorii k praktike: Monografiya* [Strategic finance. From theory to practice. Monograph], RUSAINS, Moscow, Russia.
- Kouplend, T., Koller, T. and Murrin, Dzh. (2008), *Stoimost' kompanii: otsenka i upravleniye* [Company Value: Valuation and Management], 3rd ed., Olympus Business, Moscow, Russia.
- Kuznetsov, N.I. and Lukasevich, I.Ya. (2015), "Development of a financial model of enterprise activity", *Finance*, no. 9, pp. 53-57.
- Liao, Lin, Helen Kang, and Richard D. Morris. (2021). "The value relevance of fair value and historical cost measurements during the financial crisis". *Accounting & Finance*, no. 61, pp. 2069-107.
- Likhacheva, O. and Panasenko, K. (2021), "Cash Management in Russian Metallurgical and Oil and Gas Companies". *Journal of Corporate Finance Research*, no. 15 (3), pp. 60-69. DOI: 10.17323/jjcfr.2073-0438.15.3.2021.60-69.
- Mavropulo, O., Rapp, M.S. and. Udoieva, Iu.A. (2021), "Value-based management control systems and the dynamics of working capital: Empirical evidence", *Management Accounting Research*, no. 52, pp. 100740. [CrossRef].
- Myers, R. (1996), "Metric wars". *J.CFO*, no. 12, pp. 41-50.
- Nezamaikin, V.N. and Yurzinova, I. (2017), "Complex Estimation of the Efficiency of the Financial Planning System" / Proceedings of the 3rd International Conference on Economics, Management, Law and Education (EMLE 2017), Zhengzhou, China, pp. 86-87.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: The new standard for Business Performance*, 2nd edn., The Free Press, New York, USA.
- Shalneva, V.V. (2016), "Assessment of the balanced financial plan of the enterprise", *Scientific Bulletin: Finance, Banking, Investment*, no. 4 (37), pp. 55-60.
- Yurzinova, I.L. and Nezamaikin, V.N. (2017), "Functioning efficiency evaluation in the financial planning system. Integrated approach to an assessment", *RSUH/RGGU Bulletin. "Economics. Management. Law" Series*, no. 4 (10), pp. 32-46.

Информация об авторе

Ольга Н. Лихачева, кандидат экономических наук, доцент, Финансовый университет при Правительстве РФ, 125167, Москва, Россия; Ленинградский проспект, д. 49/2; OLiLihacheva@fa.ru

Information about the author

Olga N. Likhacheva, Cand. of Sci. (Economics), associate professor, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia; bld. 49/2, Leningradskii Avenue, Moscow, Russia, 125167; OLiLihacheva@fa.ru