
МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

Самбурский А. М., Ходоровский М. Я.

В статье кратко анализируются существующие методики оценки стоимости промышленного предприятия, раскрывается понятие стоимости. Отражена специфика использования концепции сбалансированной системы показателей для реализации стратегии максимизации стоимости компании. Представлен авторский подход к модели управления стоимостью промышленного предприятия.

Очевидно, что процесс управления стоимостью промышленного предприятия находится на стыке двух дисциплин – оценка стоимости компании и непосредственно управление предприятием (стоимостью фирмы).

В целом оценка рыночной стоимости бизнеса осуществляется для следующих целей: для управления портфельными активами; при рассмотрении вопроса о покупке фирмы, если при работе с корпоративными финансами целью является максимальное увеличение стоимости фирмы.

Таким образом, проведение оценки рыночной стоимости бизнеса или активов необходимо сегодня не только в рамках сделок купли-продажи или при определении залоговой стоимости объекта, но и для целей принятия грамотных стратегических и управленческих решений, подготовки управленческой отчетности в соответствии с требованиями международного инвестиционного сообщества.

При проведении оценки стоимости компании необходимо помнить, что:

- оценка не является наукой. Она не является объективным поиском истинной стоимости. Входные данные оставляют большой простор для субъективных суждений. На процесс оценки изначально воздействует ряд предубеждений. Уменьшить влияние предубеждений при проведении оценки можно двумя способами. Во-первых, до завершения оценки не следует прислушиваться к радикальному общественному мнению по поводу стоимости фирмы. Во-вторых, прежде чем приступать к оценке, следует свести к минимуму влияние собственных убеждений по поводу того, насколько переоценена или недооценена фирма;

- стоимость, получаемая при помощи любых моделей оценки, зависит как от специфики фирмы, так и от информации, относящейся ко всему рынку;

- результаты оценки не являются точными;

- по мере усложнения модели количество входных данных, необходимых для оценки фирмы, скорее всего, будет расти, что приведет к увеличению вероятности ошибок на входе;

- лучше всего подходить к вопросу о рыночной эффективности с позиции осторожного скептицизма. Следует признать, что, с одной стороны, рынки совершают ошибки, но, с другой стороны, для обнаружения этих ошибок требуется сочетание навыков и удачи;

- процесс оценки дает огромное количество информации относительно детерминантов стоимости.

Прежде чем использовать управление стоимостью в качестве стратегии, руководство фирмы должно определиться с тем, какая методика оценки будет использоваться в работе и какая из существующих концепций управления наиболее применима для

реализации стратегии, направленной на максимизацию рыночной стоимости компании. Обычно в компаниях, желающих внедрить у себя систему управления стоимостью, выделяется целое стратегическое подразделение, на которое и будет возложена обязанность по осуществлению оценки стоимости компании (по выбору методики оценки), по контролю за ходом реализации стратегии, по определению формы и содержания отчетов, используемых руководством для мониторинга состояния дел в компании и т.д.

На сегодняшний день существует три основных подхода к оценке стоимости компании.

Первый из них — *оценка дисконтированных денежных потоков* — соотносит стоимость актива с текущей стоимостью ожидаемых в будущем денежных потоков, приходящихся на данный актив. Согласно второму подходу, определяемому как *сравнительная оценка*, стоимость актива следует вычислять, анализируя ценообразование сходных активов, связывая его с какой-либо переменной (например, с доходами, денежными потоками, балансовой стоимостью или объемом продаж). Третий подход — оценка условных требований — предполагает использование *модели ценообразования опционов* для измерения стоимости активов, имеющих характеристики опциона. Некоторые аналитики выделяют модель оценки активов — когда можно оценить отдельные активы, принадлежащие фирме, и суммировать их для получения стоимости фирмы. В действительности, существует несколько вариантов моделей оценки на основе активов. Во-первых, можно найти ликвидационную стоимость, получаемую посредством суммирования оцененной выручки от продажи активов, принадлежащих фирме. Во-вторых, можно выяснить восстановительную стоимость — когда оценивается стоимость замещения всех активов, которыми фирма располагает на данный момент. Хотя аналитики могут использовать для оценки подходы на основе активов, последние не являются альтернативой тем подходам, которые основаны на дисконтировании денежных потоков, а также моделям сравнительной оценки или оценки опционов, поскольку при вычислении как ликвидационной, так и стоимости замещения приходится прибегать к одному из трех основных подходов.

Учитывая, что российский фондовый рынок недостаточно развит, применение сравнительной оценки для определения стоимости компании является фактически невозможным. Применение модели опционов для оценки стоимости предприятия является достаточно затруднительным. Следовательно, на наш взгляд, при внедрении системы управления стоимостью оценка стоимости компании должна производиться с помощью оценки дисконтированных денежных потоков. Отсюда вытекает и определение стоимости, которую должна рассчитывать фирма. **Оценивая дисконтированные денежные потоки, мы пытаемся определить внутреннюю стоимость актива, основанную на фундаментальных факторах. Принимаем, что внутренняя стоимость — это стоимость, приписанная фирме аналитиком, который не только корректно оценил ожидаемые денежные потоки фирмы, но и верно определил ставку дисконтирования для данных потоков, при этом его оценки были абсолютно точными.** Хотя рыночные цены могут отклоняться от внутренней стоимости (основанной на фундаментальных факторах), ожидается, что эти две величины рано или поздно сойдутся.

Однако мало просто определять стоимость фирмы в разные промежутки времени и осуществлять её мониторинг. Основная задача фирмы — максимизация стоимости. Следовательно, компании необходимо выделить основные детерминанты

стоимости (факторы), с помощью которых и будет производиться управление фирмой.

Следует отметить, что как таковых концепций управления стоимостью компании в чистом виде не существует. Очевидно, что просто ряд концепций управления может быть применен для реализации стратегии управления стоимостью. В качестве таких концепций могут выступать: стратегия конкурентной борьбы по Майклу Портеру, сбалансированная система показателей, модель структурной перестройки, предложенная Томом Коуплендом, и т.д. Суть любой концепции управления стоимостью компании заключается в том, что в качестве финансовой цели деятельности будет выступать повышение стоимости компании. Наиболее эффективной концепцией управления для внедрения стратегии, ориентированной на стоимость, на промышленном предприятии, на наш взгляд, является концепция сбалансированной системы показателей. Выбор в её пользу определен тем, что именно данная концепция уделяет существенное внимание нематериальным активам.

Консервативный подход к оценке эффективности компании все меньше удовлетворяет растущие потребности менеджмента и акционеров, поскольку базируется в основном на финансовых индикаторах, в то время как на стоимость бизнеса уже давно оказывают существенное влияние **нематериальные активы**: сильный брэнд, знания и опыт ключевых сотрудников, отношения с клиентами и партнерами, использование передовых технологий и так далее.

Нематериальные активы дают возможность развивать отношения с клиентами таким образом, чтобы сохранить их лояльность; внедрять новые продукты и виды услуг, имеющие спрос у целевого сегмента рынка; производить продукцию и услуги высокого качества по низкой цене и в кратчайшие сроки доставлять их потребителю; мобилизовать сотрудников и мотивировать их для постоянного совершенствования своих умений и навыков, качества выполняемой работы, а также улучшения ответной реакции для решения поставленных задач; внедрять информационные технологии и системы, создавать базы данных.

Сбалансированная система показателей (далее ССП) – подход к **измерению реализации** корпоративной стратегии. ССП описывает траекторию стратегии компании: каким образом инвестиции в переобучение персонала, информационные технологии, инновационные продукты и услуги способствуют кардинальному улучшению ее финансовой деятельности. Задача ССП состоит в том, чтобы трансформировать миссию компании в конкретные, вполне осязаемые задачи и показатели. Эти показатели представляют собой баланс между внешними отчетными данными для акционеров и клиентов и внутренними характеристиками наиболее значимых бизнес-процессов, инноваций, обучения и роста.

Истинная значимость ССП проявляется тогда, когда происходит ее трансформация из системы оценок в систему управления.

Сбалансированная система трансформирует стратегию в задачи и показатели, сгруппированные по четырем различным направлениям, таким как финансы, клиенты, внутренний бизнес-процесс, обучение и повышение квалификации. Она предоставляет механизм, язык для распространения стратегии; с помощью системы оценочных критериев она информирует сотрудников о движущих факторах настоящего и будущего успеха. Формулируя конечные результаты и факторы их достижения, топ-менеджеры стремятся направить энергию, способности и профессиональные знания работников в русло достижения долгосрочных целей. Многие считают систему критериев инструмен-

том контроля поведения, с одной стороны, и средством оценки результатов деятельности — с другой. Показатели ССП следует использовать по-другому, то есть как средство формулирования и распространения бизнес-стратегии и как помощь в создании взаимосвязи между индивидуальными, внутрикорпоративными и межведомственными инициативами для достижения общей цели. Это вовсе не означает, что данная система стремится удержать компанию в жестких рамках утвержденного плана, выполняя, таким образом, роль традиционной контролирующей системы. **Это коммуникативная, информационная и обучающая, но ни в коем случае не контролирующая система.** Сбалансированная система показателей эффективности — это, прежде всего, механизм реализации стратегии, а не ее формулирования. Перед компаниями, которые поставили сбалансированную систему показателей эффективности в центр своего стратегического управления, стоят две задачи: первая — создать саму систему и вторая — использовать ее.

Три основных принципа, на которых строится ССП, неразрывно связанная с общей стратегией компании:

1. Причинно-следственные связи

Стратегия — это набор неких гипотез о причинах и следствиях. Причинно-следственные связи можно выразить последовательностью утверждений «если...то». Правильно разработанная ССП должна представить стратегию компании через подобную последовательность причинно-следственных связей. Каждый параметр, включенный в сбалансированную систему, должен быть элементом цепи причинно-следственных связей, посредством которой компания получает информацию о стратегии бизнес-единицы.

2. Факторы достижения результатов

Факторы достижения результатов — это уникальные для каждой конкретной бизнес-единицы показатели опережающей оценки. Они отражают специфику ее стратегии, например финансовые факторы прибыльности, сегменты рынка, в которых данная бизнес-единица конкурирует, а также особые цели составляющих внутренних бизнес-процессов и обучения и развития.

Правильно составленная ССП должна иметь сбалансированный комплекс результатов (отсроченные характеристики) и факторов достижения результатов (опережающие показатели), что является неотъемлемой частью общей стратегии бизнес-единицы.

3. Взаимосвязь с финансовыми результатами

При всем многообразии программ и планов совершенствования, имеющихся в каждой компании, достаточно легко увлечься такими важными проблемами, как улучшение показателей качества и удовлетворенности клиентов, инновации и делегирование полномочий работникам в каждом из этих направлений вне связи с целями и задачами финансовой составляющей. В этом случае успешная реализация общей корпоративной стратегии становится проблематичной. Финансовые проблемы свидетельствуют о необходимости постоянно соотносить производственные усовершенствования и экономические результаты.

Сбалансированная система показателей должна делать основной акцент на финансовые результаты. Все показатели ССП **через цепь причинно-следственных связей должны быть согласованы с финансовыми целями.**

Если считать, что каждая из составляющих сбалансированной системы показателей имеет от четырех до семи различных параметров, то обычно система компании состоит в среднем из 25 показателей. Необходимо четко разделять диагностические показатели — те, по которым можно судить, находится ли бизнес под контролем, и которые

сигнализируют о неординарных событиях, требующих немедленного принятия мер, и стратегические, определяющие стратегию достижения совершенства в условиях конкуренции. В ССП основной упор и делается на 25 стратегических показателей.

Таким образом, основной задачей при построении механизма управления стоимостью будет являться внедрение модели, компилирующей метод оценки стоимости промышленного предприятия, основанный на дисконтировании денежных потоков и ССП.

Мы считаем, что модель управления стоимостью на предприятии должна быть основана на следующем принципе: изменение ключевых факторов деятельности компании влияет на ее стоимость. Иначе говоря, при расчете стоимости бизнеса специалисты основываются на данных, часть которых связана с показателями карты сбалансированных показателей. Следовательно, при изменении этих показателей изменяется стоимость бизнеса. Наиболее важным вопросом использования модели является взаимосвязь выбранных показателей со стоимостью бизнеса и их влияние на нее. Влияние показателей на стоимость может быть прямым и косвенным. Прямое влияние характеризуется изменением показателя, который непосредственно участвует в расчетах (например, содержится в формуле). К примеру, в формуле расчета потока денежных средств участвует показатель чистой прибыли, следовательно, изменение операционной прибыли напрямую влияет на итоговую стоимость бизнеса, рассчитанную методом дисконтированных денежных потоков.

Косвенное влияние характеризуется тем, что показатель воздействует на стоимость через другой параметр оценки. В модель включены показатели, степень прямого влияния которых трудно оценить. Во избежание этого предлагаем оценивать степень влияния таких показателей через ставку дисконтирования, т.е. косвенно. Согласно методике кумулятивного расчета ставки дисконтирования, оцениваются следующие риски: производственная диверсификация; диверсификация клиентуры; доходы; рентабельность и прогнозируемость; финансовая структура; размер компании; качество управления; прочие риски.

Косвенное влияние показателя определяется так, что при изменении какого-либо риска (его степени) изменяется ставка дисконтирования и соответственно стоимость бизнеса. Например, при изменении количества клиентов и их доли в общем объеме продаж изменяется показатель «диверсификация клиентуры», соответственно изменяется премия фактора риска, что является следствием изменения стоимости компании.

ЛИТЕРАТУРА

1. Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Д. Стоимость компаний: оценка и управление: Пер.с англ. М.: Олимп-бизнес, 2002. 576с.
2. Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. М.: Олимп-бизнес, 2004. 304 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 1341 с.