

МАКСИМИЗАЦИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ УКРАИНСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ КАК ЭФФЕКТИВНЫЙ ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ БИЗНЕСОМ

Управление стоимостью представляет инновационный подход в отражении измерения эффективности компании для повышения доверия к ней заинтересованных сторон и большей корпоративной открытости. Концепция управления предприятием, основанная на максимизации его стоимости, является одной из самых эффективных, поскольку изменение стоимости за период, будучи критерием эффективности хозяйственной деятельности, учитывает практически всю информацию, связанную с его функционированием.

Ключевой особенностью инструмента управления стоимостью как частью системы управления предприятием является его «консолидирующая» функция – способность соединять разрозненные элементы и инструменты в единую систему управления.

В настоящее время в различных изданиях и публикациях представлены разные точки зрения по проблеме оценки рыночной стоимости предприятия, оценке стоимости акций предприятия, целям и сферам применения этих критериев развития предприятий [1, 2, 3]. Так, существующие подходы к повышению эффективности организаций (общее управление качеством, децентрализация, передача властных полномочий, система «Kaizen», непрерывное усовершенствование, перестройка организационной структуры) потерпели неудачу преимущественно из-за отсутствия четких целевых нормативов

эффективности или несоответствия между целевыми нормативами и задачей создания стоимости для акционеров. В связи с этим в современной корпоративной практике украинских предприятий можно выделить несколько практических проблем управления стоимостью, обуславливающих значимость заявленной темы:

необходимость выявления новых методологических подходов к оценочной деятельности, позволяющих в большей степени учитывать специфику экономики страны;

проблема выбора между направлением средств в инвестиции и на дивиденды;

проблема приоритетности выбора между инвестированием средств и погашением обязательств;

проблема выбора между инвестированием средств и оставлением запаса денежных средств;

конфликты акционеров и кредиторов, конфликты менеджмента и акционеров.

Целью настоящей статьи является обсуждение необходимости построения методических аспектов внутрикорпоративной системы управления стоимостью [4], рассмотрение общей логики совместного использования системы сбалансированных показателей (ССП) и экономической добавленной стоимости (EVA) в системе управления, нацеленной на создание стоимости.

Как известно, в Украине не

существует развитого рынка акций [5], соответственно, способы оценки бизнеса, предлагаемые западными экономистами Коуплендом, Модильяни, Дамодараном, не могут быть использованы. Исходя из этого отечественные предприятия не обладают адаптированными способами оценки бизнеса, имея в наличии всего три стандартных подхода: дисконтирование денежных потоков, сравнение с аналогами, определение стоимости чистых доходов.

Методики, предлагающие одну взвешенную оценку стоимости предприятия, как правило, используются исключительно для целей продажи бизнеса, что не рассматривает стоимость с позиций формирования стратегии и принятия управленческих решений.

Недостатки существующих бизнес-методик [6]:

1. Трудность поиска информации и громоздкость расчетов. Использование оценки бизнеса на регулярной основе должно быть простым, а результат – наглядным.

2. Наличие большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности. Для оценки следует использовать данные управленческого учета, который, в свою очередь, приспособливают для целей оценки.

3. Сложность долгосрочного планирования затрудняет использование доходных способов оценки. В основном используется ретроспектива фактических данных за прошлые периоды, в связи с чем разрабатывается методика определения темпов роста денежных потоков и, что характерно для Украины, прогноз на срок не более 3-5 лет.

4. Бухгалтерская оценка активов приводит к заниженной стоимости чистых активов. Необходима рыночная переоценка основных фондов и нематериальных активов.

5. Отсутствие адекватной базы для сравнения с аналогами.

Анализ позиций отечественных и зарубежных специалистов по проблеме целевой функции бизнеса (рис.1) позволяет выделить следующие аргументы правомочности использования стоимости бизнеса как более адекватной характеристики целей компании [7]:

1. Основная задача менеджеров состоит в максимизации доходов акционеров. Стоимость учитывает важнейшие составляющие дохода – прибыль, риск, рост курсовой стоимости акций, позволяет комплексно оценить результативность управления, соизмерив и объединив такие альтернативные целевые функции, как доходность и риск.

2. Стоимость может быть определена для всех компаний. С ее помощью дополняется показатель капитализации в отношении предприятий, акции которых неликвидны или недооценены, поскольку стоимость ориентирована не на текущие ожидания рынка, а на фундаментальные условия роста курса акций.

3. Стоимость универсальна при определении собственниками назначения акций. Биржевой курс акций основывается на ожидании прибыли от них, однако финансовый рынок реагирует на изменение стоимости активнее, чем на изменение прибыли.

4. Стоимость ориентирована на стратегические цели бизнеса и на потребности клиентов. Это обеспечит возможности роста, укрепления деловой репутации предприятия.

5. Стоимость как целевая функция бизнеса снижает конфликтность интересов отдельных групп участников производства и клиентов – в идеале, при определении очередности удовлетворения требований участников

бизнеса последним выступает собственник.

основанием для решения таких задач: разработка планов и стратегий развития

В рамках концепции управления стоимостью оценка бизнеса может стать

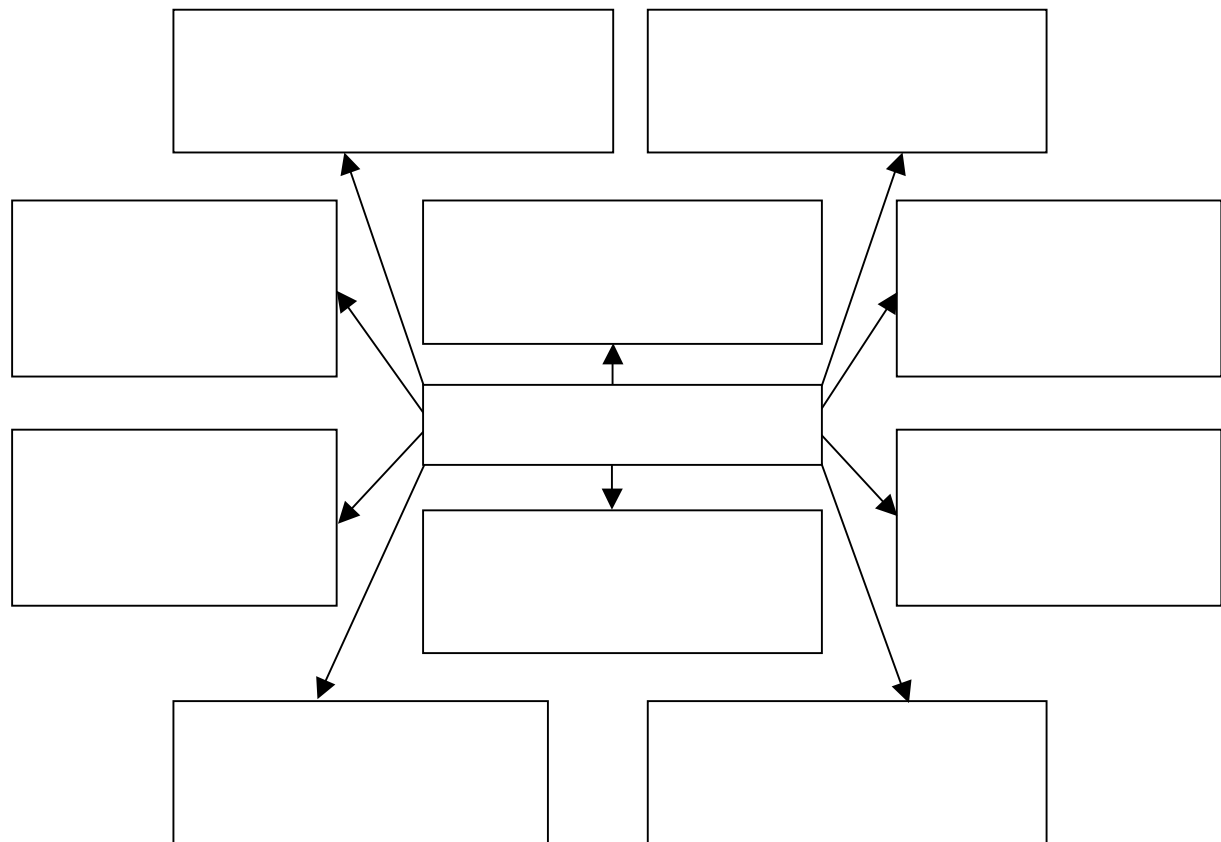


Рис.1. Характеристика основных особенностей целевой модели максимизации рыночной стоимости предприятия

предприятия, оценка эффективности менеджмента, оценка эффективности деятельности предприятия, определение реальной стоимости акций. Оценка бизнеса должна отвечать требованиям простоты, наглядности, обоснованности, периодичности, информативности, объективности.

К управлению стоимостью надо подходить с позиции стоимостного мышления и управленческих процессов и систем, необходимых для перевода этого мышления на язык конкретных действий (рис.2), что в совокупности даст заметный, положительный и устойчивый результат [8]. Предприятие не может работать непосредственно со стоимостью, поэтому необходимо

выявить ее ключевые факторы. Чтобы факторами стоимости можно было пользоваться, устанавливается их соподчиненность, определяется степень влияния на стоимость и возлагается ответственность за ключевой параметр на конкретных исполнителей, участвующих в достижении целей организации. Ключевые факторы стоимости не статичны, значит, необходимо время от времени их пересматривать. При этом некорректно рассматривать факторы стоимости в отрыве друг от друга, поскольку именно сценарии покажут, как скажутся на стоимости компании или ее деловой единицы различные сочетания совместимых предпосылок, выявляя тесноту связи стратегии и стоимости [9].

Как правило, критерии эффективности часто не увязывают со стратегией компании или деловой единицы, что делает их бесполезными, в лучшем случае – малоэффективными. Системы оценки результатов, на которые

опирается управление стоимостью, требуют существенного изменения традиционных методов, поэтому следует:

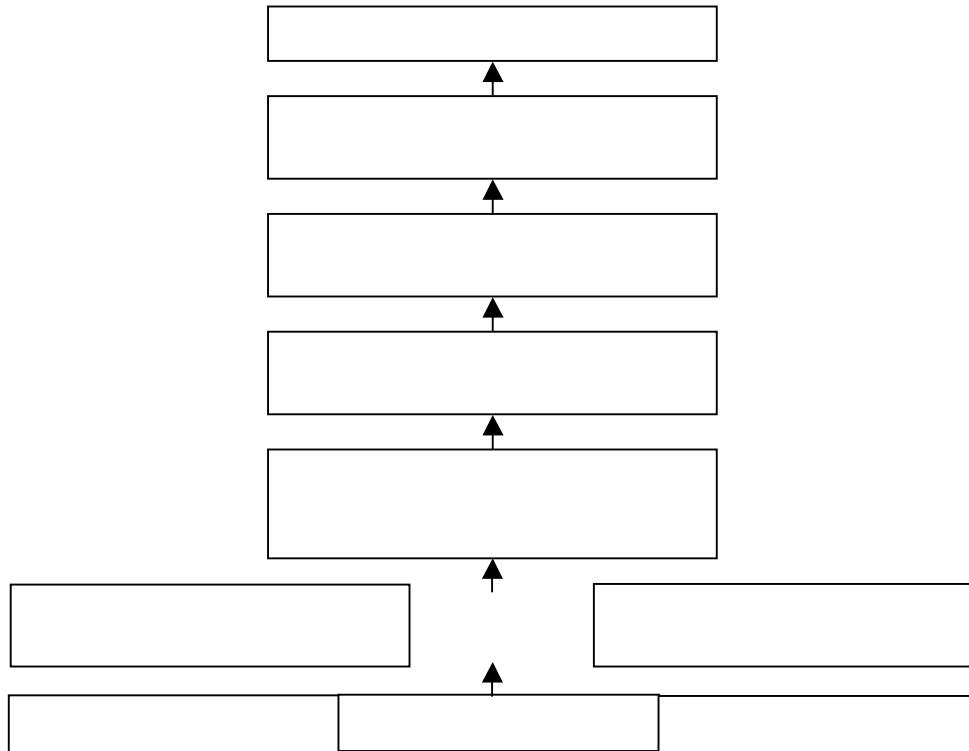


Рис. 2. Основные направления деятельности по созданию стоимости предприятия

оценку результатов деятельности привязывать к конкретной деловой единице – это значит, что у разных деловых единиц могут быть разные критерии оценки (зависит от того, на какие показатели каждая из них способна оказывать влияние). Финансовые показатели деятельности деловых единиц могут оказаться несопоставимыми, поскольку одна единица будет капиталоемкой при высокой прибыли, тогда как другая с малым потреблением капитала будет иметь низкую прибыль;

критерии оценки результатов увязывать с краткосрочными и долгосрочными целевыми нормативами, позволяющими, например, проводить и внедрять результаты НИОКР, несмотря

на возможные сокращения операционной прибыли в какой-то промежуток времени;

при оценке результатов деятельности использовать комбинированные финансовые и производственные критерии, основанные на ключевых факторах стоимости, поскольку часто финансовые показатели рассматриваются в отрыве от производственных;

выработать критерии оценки, которые послужат первым сигналом тревоги (рыночная доля, динамика объема продаж, результаты опроса целевых групп), так как финансовые показатели констатируют то, что уже произошло и вряд ли можно исправить.

После согласования и окончательного утверждения стратегии максимизации стоимости необходима ее конкретизация с помощью установления определенных долгосрочных и краткосрочных целевых нормативов:

целевые нормативы должны опираться на ключевые факторы стоимости деловой единицы как для финансовых, так и нефинансовых показателей. Нефинансовые нормативы важны, поскольку удерживают от чрезмерного использования краткосрочных финансовых целей;

целевые нормативы должны соответствовать уровню организации. Для руководителей деловой единицы устанавливаем целевые нормативы всей финансовой и нефинансовой деятельности; руководителям функциональных подразделений доводятся целевые нормативы, связанные с их конкретными функциями (удельные издержки, качество продукции);

краткосрочные целевые нормативы должны прочно привязываться к долгосрочным.

В качестве краткосрочных целевых нормативов можно использовать показатель EVA, поскольку рост стоимости определяется будущими денежными потоками, а значит, возникает необходимость в применении краткосрочного критерия, опирающегося на фактические результаты за сравнительно небольшой период времени. Экономическая добавленная стоимость – это финансовый показатель, показывающий фактическую экономическую прибыль предприятия.

В качестве долгосрочных целевых нормативов можно использовать ССП [10]. Система сбалансированных показателей – это система стратегического управления и оценки ее эффективности, которая переводит миссию и общую стратегию предприятия в систему показателей.

Исходя из определений ССП – это система, а EVA – показатель, что может свидетельствовать о некорректности дальнейшего анализа. Однако, как известно, С. Штерном была разработана «Система управления на основе показателя EVA» – результат развития концепции управления на основании стоимости, последовательное продолжение показателей ROI и ROCE.

Система управления на основе показателя EVA – это система финансового управления, задающая единую основу для принятия решений основным и вспомогательным персоналом, позволяющая моделировать, отслеживать, проводить и оценивать принимаемые решения в едином ключе: добавление стоимости к инвестициям акционеров.

Таким образом, система управления на основе показателя EVA преследует вполне определенную цель – прибавление стоимости предприятия, а ССП – любая цель, направленная на достижение миссии и стратегических задач деятельности предприятия.

Результатом внедрения ССП ее авторы видят создание организации, ориентированной на выполнение стратегии:

1. Перевод стратегии в действия – ССП позволяет быстро перевести стратегию на уровень конкретных мероприятий, следовательно, максимально сориентировать действия на достижение стратегии.

2. Связь организации со стратегией – ССП позволяет достичь эффекта синергии через направление усилий всех подразделений компании на достижение стратегии.

3. Реализация стратегии всеми сотрудниками – ССП позволяет направить усилия всех сотрудников на реализацию стратегии с помощью систем коммуникации и мотивации.

4. Стратегическое управление в режиме реального времени – ССП позволяет связать бюджет и стратегию, с помощью информационных и аналитических систем постоянно управлять процессом, проводить стратегическое обучение.

5. Мобилизация – ССП создает мотивы эффективного труда сотрудников, поддерживаемые высшим руководством через создание системы стратегического управления.

Результатом внедрения системы управления на основе показателя EVA С. Штерн видит следующие «4М»:

1. Измерение – позволяет создать систему оценки деятельности компании, наиболее точно отражающую фактическую прибыль компании.

2. Система управления – охватывает весь комплекс управленческих решений, включая стратегическое планирование, размещение капитала, приобретение и продажу активов, установление целей.

3. Мотивация – вознаграждение на основе данной системы соединяет интересы менеджеров и акционеров.

4. Стиль мышления – система вознаграждения и управления на основе этого показателя приведет к изменению корпоративной культуры.

Таким образом, инструменты на основе ССП и EVA дополняют, а не взаимоисключают друг друга, и могут быть использованы совместно: ССП – в роли основного инструмента управления при создании организации, ориентированной на приращение акционерной стоимости, а EVA – в качестве общей стратегической цели, основы для построения системы мотивации руководства и финансовой перспективы приведенной выше системы сбалансированных показателей.

Экономическая добавленная стоимость определяется как разница между скорректированной величиной

чистой прибыли и стоимостью использованного для ее получения инвестиционного капитала компании:

$$EVA = EBIT \times (1 - T) - K_w \times C, \quad (1)$$

где $EBIT$ – величина доходов до уплаты налогов и процентов;

T – ставка налога на прибыль (в долях единиц);

K_w ($WACC$) – средневзвешенная цена капитала;

C – стоимостная оценка капитала. При расчете важно помнить о возможном наличии неделимых активов (совместно используемые несколькими бизнес-подразделениями), учитывающихся в объеме пропорционально степени использования объектом оценки.

На наш взгляд, при определении затрат на привлечение собственного капитала в условиях развивающегося украинского рынка целесообразней использовать фактически сложившуюся на данном предприятии стоимость капитала, без ее привязки к среднерыночным оценкам. Исходя из этого формула средневзвешенной цены капитала может быть модифицирована следующим образом:

$$WACC = K_d(1 - t_c) \times W_d + K_p \times W_p + K_s \times W_s, \quad (2)$$

где K_d – ставка привлеченного заемного капитала (%);

t_c – ставка налога на прибыль (%);

K_p – стоимость привлечения акционерного капитала (%);

K_s – стоимость привлечения капитала в виде обыкновенных акций (%);

W_d – доля заемного капитала в структуре капитала компании (%);

W_p – доля привилегированных акций в структуре капитала компании (%);

W_s – доля обыкновенных акций в структуре капитала компании (%).

Таким образом, внедрение системы управления на основе ключевых показателей эффективности требует определенной подготовленности бизнеса. Здесь можно рекомендовать к рассмотрению выполнение ряда таких действий:

1. Определить целевые области функционирования компании.

2. Выделить приоритеты в развитии предприятия – разработка конкретных целей в каждой из сфер, при необходимости – корректировка организационной структуры. Анализ вклада подразделений в стоимость компании, заключающийся в выявлении бизнес-единиц, «создающих» и «разрушающих» стоимость, так как суммарная стоимость бизнес-единиц – это стоимость предприятия в целом, управление которой невозможно без эффективного контроля над стоимостью отдельных подразделений.

3. Конкретизировать цели по ветвям и уровням управления, разработать систему оценки управленческих решений – нахождение инструментов, позволяющих определить характер и степень воздействия решений на благосостояние акционеров (EVA и ССП).

4. В каждой целевой области, на каждом уровне, в каждом организационном подразделении определить ключевые показатели эффективности, где основные факторы стоимости – вся совокупность показателей деятельности предприятия и отдельных его подразделений, включающая: ценовую политику предприятия, состояние производственных мощностей, уровень конкуренции в отрасли, надежность поставщиков, нормативные акты ВР, экономическую ситуацию в стране. Детализация показателей для каждого уровня управления устраним ситуацию,

когда высшее звено контролирует в основном финансовые показатели, а низшие звенья – только количественные или качественные результаты работы.

5. Создать специальное подразделение и ввести его в состав финансовой службы, вменив в обязанность организацию сбора фактических целевых показателей и сопоставление их с планом. Как известно, для получения объективной картины нельзя возлагать измерение показателя на специалиста, отвечающего за соответствующее направление деятельности.

6. Установить периодичность измерения и анализа ключевых показателей, что повысит информационную прозрачность хозяйственной деятельности предприятия.

7. Утвердить операционный бюджет и бюджет развития на уровне компании и таким образом получить плановые значения ключевых показателей.

Выводы

В условиях дальнейшего развития рыночной экономики совершенствование управления стоимостью промышленного предприятия является объективной необходимостью. В статье обсуждалась необходимость построения внутрикорпоративной системы управления стоимостью украинского предприятия, способствующей:

непрерывной максимизации стоимости промышленных предприятий Украины и демонстрации потенциала роста как источника ценности;

ориентации для принятия решений на всех уровнях – от стратегического до оперативного, формализации управления эффективностью;

развитию у всех работников предприятия стоимостного мышления, основанного на ключевых факторах стоимости;

более обоснованному принятию инвестиционных решений, пониманию ожиданий инвесторов;

улучшению двустороннего обмена информацией, усиленного путем обсуждения итогов, системами поощрения на основе стоимости, измеряемыми факторами стоимости.

Путем сопоставления было выявлено, что EVA и ССП, как заявленные инструменты управления стоимостью, можно использовать в качестве взаимодополняющих, поскольку при их совместном использовании:

система управления на основе показателя EVA выступит в роли общей стратегической цели, финансовой перспективы системы сбалансированных показателей, а также точное определение стоимости использования собственного капитала будет способствовать эффективному его использованию и позволит выявить нерентабельные хозяйственные подразделения, финансируемые за счет прибыльных;

система управления на основе сбалансированных показателей реализуется в качестве основного инструмента управления для создания организации, ориентированной на приращение акционерной стоимости, а также позволит избежать концентрации только на финансовых аспектах бизнеса и даст возможность не просто оценить деятельность, но и управлять ею.

Литература

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.

2. Идрисов А. Стратегический потенциал компании – основа оценки бизнеса // www.pro-invest.ru, 2005. – Аналитика.

3. Тренев В.Н., Тренев Н.Н. Управление стоимостью – новый приоритет управления бизнесом // Менеджмент в России и за рубежом. – 2006. – № 5. – С. 99-104.

4. Старюк П.Ю. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления // Корпоративные финансы. – 2007. – № 2. – С. 5-16.

5. Мусорные или инвестиционные? Критерии отбора акций // Финансовый директор. – 2003. – № 4. – С. 50-55.

6. Шульга А. Стоимость бизнеса как основа для принятия управленческих решений. – К., 2005.

7. Бланк И.А. Управление использованием капитала. – К.: Ника-Центр, 2000. – 656 с.

8. Выходцев И.В. Концепция управления стоимостью: зачем мы нужны миру / Инвестиционная компания «Си-Про». – Санкт-Петербург, 2002.

9. Обухов Р. Максимизация стоимости компании // Финансовый директор. – 2005. – № 1. – С. 12-17.

10. Каплан Р.С. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 320 с.