

А.Л. Еськов
В.С. Рыжиков
В.А. Макарова
 г. Краматорск

МАКСИМИЗАЦИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ УКРАИНСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ КАК ЭФФЕКТИВНЫЙ ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ БИЗНЕСОМ

Постановка проблемы. Развитие рыночных отношений в Украине меняет подходы к определению главной цели функционирования предприятия — возникает проблема справедливого распределения благ между субъектами рынка. Управление стоимостью представляет инновационный подход в отражении измерения эффективности компании для повышения доверия к ней заинтересованных сторон и большей корпоративной открытости. Ключевой особенностью инструмента управления стоимостью, как части системы управления предприятием, является его способность соединять разрозненные элементы и инструменты в единую систему управления [1]. Предприятие без эффективной экономической стратегии развития — это не бизнес, а набор активов, тяготящихся обязательствами.

Существующие подходы к повышению эффективности организаций (общее управление качеством, децентрализация, передача властных полномочий, непрерывное усовершенствование, перестройка организационной структуры), потерпели неудачу, 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: конфликты акционеров и кредиторов; конфликты менеджмента и акционеров; 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; необходимость выявления новых методологических подходов к оценочной деятельности, позволяющих в большей степени учитывать специфику экономики страны.

Анализ последних публикаций. Проблеме оценки рыночной стоимости предприятия в последнее время уделяется все больше внимания, как в теоретических исследованиях, так и на практике. Важность оценки рыночного потенциала предприятия, его стоимости сегодня подчеркивают ведущие западные ученые-экономисты — Т. Коупленд, Т. Коллер [9], М. Х. Мескон, Р. Уотермен, П. Друкер [6]. В последнее десятилетие активный интерес к этой проблеме проявили специалисты России и Украины. Значительных результатов в изучении и решении данной проблемы достигли отечественные ученые-экономисты Губерная Г. К. [4], Брюховецкая Н. Ю. [2], Булеев И. П. [3], Зайцев А. В. [8], Макогон Ю. В. [10], Панков В. А. [11]. Как показывает анализ научных публикаций, многие исследователи отмечают, что стоимостная оценка бизнеса является очень важным и полезным инструментом управления эффективностью деятельности предприятия. Основное внимание они сосредоточили на разработке методов количественной оценки различных параметров стоимости компании — структуры капитала; дивидендной политики;

финансового состояния предприятия, роста активов, оценки стоимости акционерного капитала и т. д., а не на проблеме управления стоимостью. Такая методическая база, конечно нужна, однако она весьма обширно и глубоко проработана. А вот вопросы управления стоимостью предприятия в новом формате рыночных отношений, в условиях возрастающей конкуренции на рынке потребителя остаются во многом неразработанными.

Цель статьи: исследование и разработка нового подхода к определению понятия «стоимость предприятия». Определение стоимости не по количественным показателям оценки отдельных параметров бизнеса, а на основе комплексной качественной оценки стоимости предприятия, его имиджа в среде мировых потребителей, на рынках которых оно работает, с позиций их заинтересованности в приобретении ценностей, заложенных в потребительские характеристики выпускаемой продукции и согласия зарубежных компаний активно сотрудничать с ним на взаимовыгодных условиях.

Изложение основного материала. В Украине не существует развитого рынка акций, соответственно, способы оценки бизнеса, предлагаемые западными экономистами — Т. Коуплендом, Т. Коллером, М. Х. Месконом, Р. Уотерменом — 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 [2].

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, нацеленных на реализацию стоимостного подхода.

Целевая модель максимизации рыночной стоимости предприятия, как показано на рис.1, характеризуется следующими особенностями:

В рамках концепции управления стоимостью оценка бизнеса может стать основанием для решения следующих задач:

1. Разработка планов и стратегий развития предприятия.
2. Оценка эффективности менеджмента.
3. Оценка эффективности деятельности компании.
4. Определение реальной стоимости акций.

Оценка бизнеса должна отвечать требованиям простоты, наглядности, обоснованности, периодичности, информативности, объективности [3]. 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.

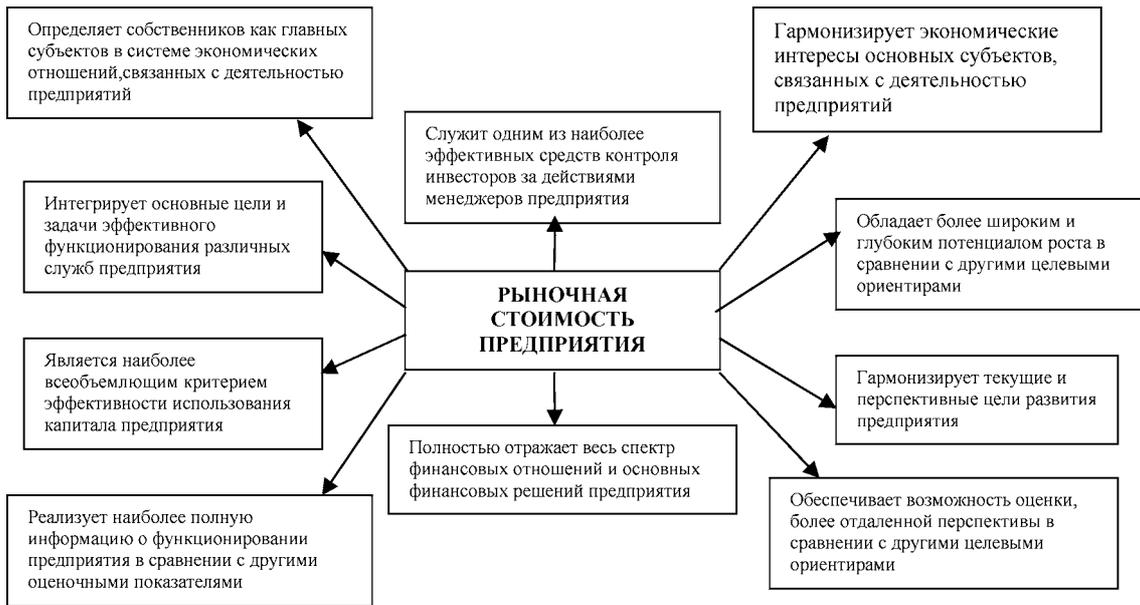


Рис. 1. Характеристика основных особенностей целевой модели максимизации рыночной стоимости предприятия

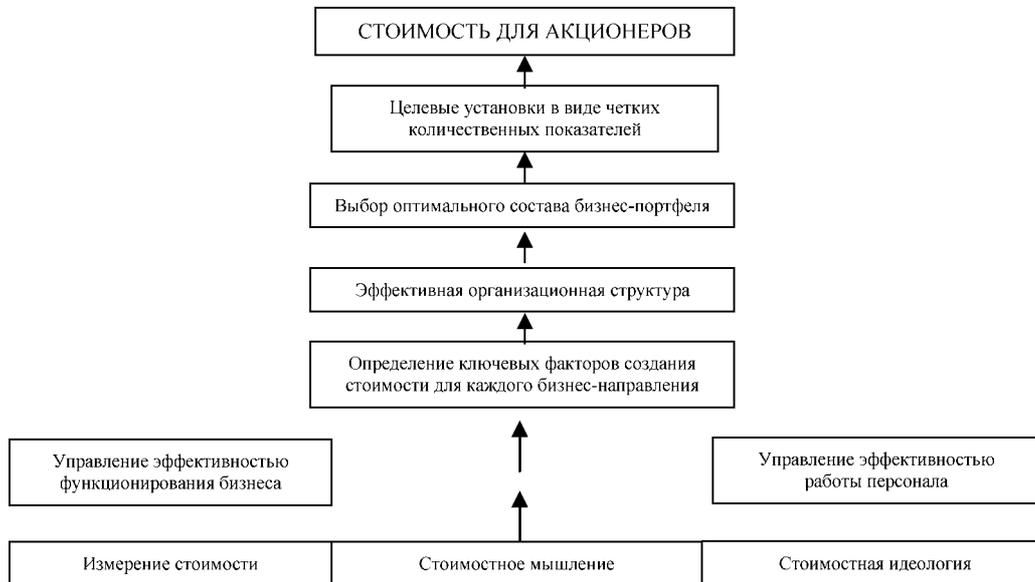


Рис. 2. Основные направления деятельности по созданию стоимости предприятия

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. На рис.3 приведен пример, как факторы стоимости могут использоваться на трех уровнях: на общем, где прибыль от основной деятельности в сочетании с показателями инвестированного капитала выступает основой для расчета рентабельности инвестиций; на уровне деловой единицы, где особенно уместны такие параметры, как клиентская база; на низовом уровне, где требуется предельная детализация при увязке факторов стоимости с конкретными решениями, находящимися в компетенции оперативных менеджеров. 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 в группе они покажут, как скажутся на стоимости компании или ее единицы различные сочетания, указывая на связь стратегии и стоимости.

Предприятие, стремящееся создавать свою стоимость, обязано сочетать четкие декларации о намерениях с количественными индикаторами создания стоимости. Декларация о намерениях может включать следующие направления: обеспечение богатства и процветания, создание стоимости для акционеров, ведущие позиции в стратегическом, финансовом и творческом направлениях [5]. При разработке целевых индикаторов следует учитывать отраслевую специфику, которая позволяет выявить реальные перспективы соответствующих рынков и возможности конкурентов. Целевые индикаторы устанавливаются исходя из ожиданий финансового рынка, на основе изучения аналитических отчетов.

Необходимо установить насколько существующая совокупность бизнес-направлений деятельности пред-

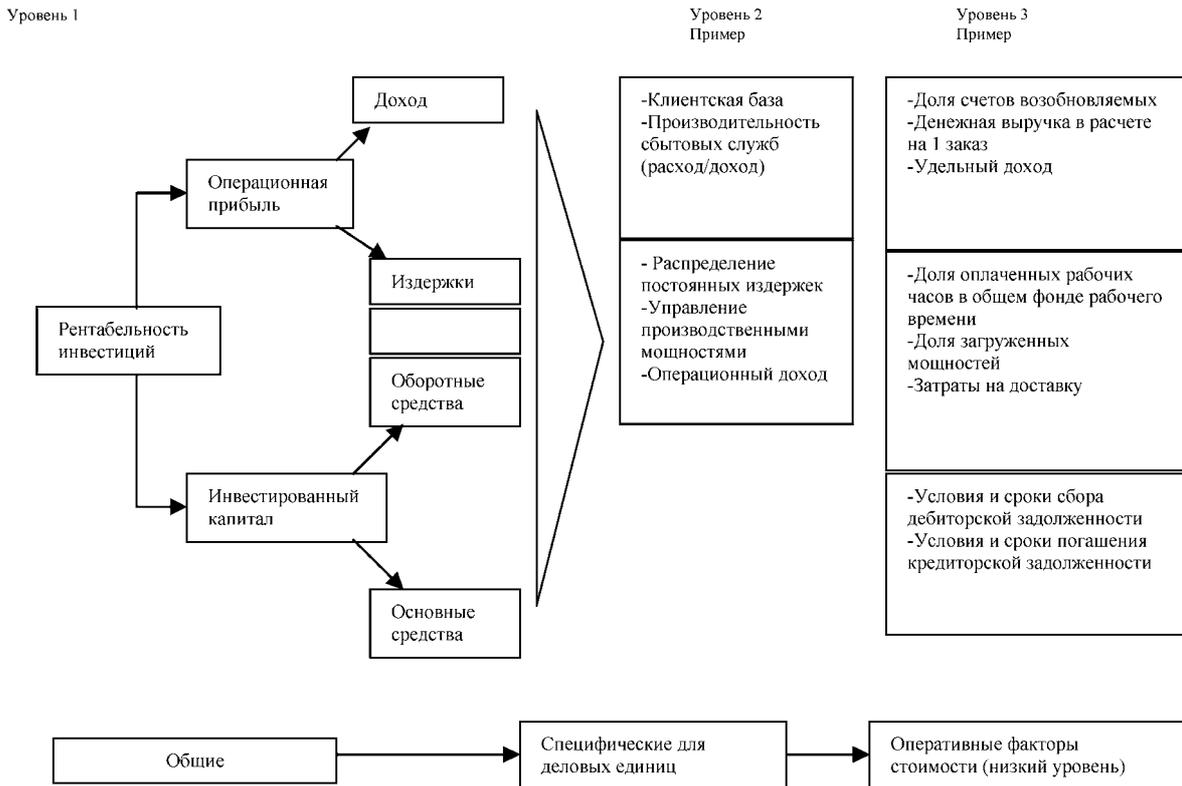


Рис. 3. Определение факторов стоимости на разных уровнях

приятия способствует максимизации его рыночной стоимости. Формирование бизнес-портфеля включает в себя реализацию стратегических преимуществ, поиск возможностей повышения эффективности и управление непрерывным ростом [4].

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, так как удерживают от чрезмерного использования краткосрочных финансовых целей;
- целевые нормативы должны соответствовать уровню организации. Для руководителей деловой единицы устанавливаются 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.

Для краткосрочных целевых нормативов можно использовать показатель экономической прибыли, поскольку рост стоимости определяется будущими денежными потоками, а значит, возникает необходимость в применении краткосрочного критерия, опирающегося на фактические результаты за сравнительно небольшой период времени. Максимизация экономической прибыли с течением времени максимизирует стоимость предприятия. Таким образом, стоимость промышленного предприятия может быть оценена по методике, основанной на концепции экономической добавленной

стоимости. Показатель EVA является наиболее подходящим, так как отражает процесс создания стоимости и может быть рассчитан не только для предприятий, акции которых котируются на бирже [9]. Экономическая добавленная стоимость определяется как разница между скорректированной величиной чистой прибыли и стоимостью использованного для ее получения инвестиционного капитала компании (формула 1):

$$EVA = EBIT * (1 - T) - Kw * C, \quad (1)$$

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

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

Kw ($WACC$) — средневзвешенная цена капитала;

C — стоимостная оценка капитала.

При расчете важно помнить о возможном наличии неделимых активов — активы, совместно используемые несколькими бизнес подразделениями.

При определении затрат для привлечения собственного капитала в условиях развивающегося украинского рынка, целесообразней использовать фактически сложившуюся на данном предприятии стоимость капитала, без ее привязки к среднерыночным оценкам [10]. Исходя из этого, формула средневзвешенной цены капитала может быть представлена следующим образом (формула 2):

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

где K_d — ставка привлеченного заемного капитала (%);

t_c — ставка налога на прибыль (%);

K_p — стоимость привлечения акционерного капитала в виде привилегированных акций (%);

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 (%).

Как правило, критерии эффективности часто не увязывают со стратегией компании, что делает их бесполезными или малоэффективными [7]. Системы оценки результатов, на которые опирается управление стоимостью, требуют существенного изменения традиционных методов, поэтому следует:

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

— критерии оценки результатов увязывать с 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 очень часто финансовые показатели рассматриваются в отрыве от производственных;

— выработать критерии оценки, которые послужат первым сигналом тревоги. Потому, что финансовые показатели констатируют то, что уже произошло и вряд ли можно исправить. Первыми индикаторами неблагоприятия могут выступать — рыночная доля, динамика объема продаж, результаты опроса целевых групп.

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

1. Определить целевые области функционирования компании (продажи — производство — управление проектами — технологии).

2. Выделить приоритеты в развитии компании — разработать конкретные цели в каждой области, при необходимости корректировать организационную структуру.

3. Конкретизировать цели по ветвям и уровням управления.

4. В каждой целевой области, на каждом уровне, в каждом организационном подразделении определить ключевые показатели эффективности.

5. Создать специальное подразделение и ввести его в состав финансовой службы, вменив в обязанность организацию сбора фактических целевых показателей и сопоставление с планом. Потому, что для получения объективной картины нельзя возлагать измерение показателя на специалиста, который отвечает за это направление деятельности.

6. Установить периодичность измерения и анализа ключевых показателей (какие-то каждый месяц, какие-то раз в квартал, а какие-то — еженедельно).

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

Достижение стратегических целей, поставленных предприятием, затрагивает все аспекты текущей деятельности экономического субъекта и базируется на оперативных целях. Оперативные цели, необходимо свести в стратегическую карту, которая выступает графическим изображением причинно-следственной цепочки действий, предусмотренных оперативными планами, и позволяет решить вопросы соприкосновения целей, нейтральности и устранения конфликтов между поставленными целями. Стратегические цели в рамках системы сбалансированных показателей можно разбить на функциональные и сгруппировать их по сферам и уровням управления [11]. Необходимо также, рассмотреть и ввести в рамках данного подхода систему оценочных индикаторов, которая включает ключевые факторы успеха и ключевые показатели эффективности.

Совместное использование концепции экономической добавленной стоимости и сбалансированной системы показателей, позволит получить эффективный инструмент управления бизнесом и повышения его стоимости [6]. Совместная система даст возможность контролировать основные направления деятельности компании, базируясь как на финансовых, так и нефинансовых показателях. Одним из ключевых преимуществ системы сбалансированных показателей выступает взаимное дополнение финансовых характеристик операционными, стратегическими и качественными показателями в рамках одного метода. Это означает использование взвешенного набора монетарных и немонетарных показателей внутрифирменных управленческих стратегий, направленных на увязку стоимостных показателей с операционными измерителями, имеющих целью обеспечить удовлетворенность клиента, оптимальное регулирование внутри фирменных хозяйственных процессов, инновационную активность, меры по улучшению финансовых результатов.

Выводы. Вышеизложенный материал позволяет сформулировать и представить определенную совокупность этапов адаптивной системы управления стоимостью предприятия:

1. Точка отсчета — определение текущей стоимости активов предприятия для сопоставления с будущими достижениями (имущественный, рыночный, доходный методы). Сопоставление результатов, полученных в ходе применения методов различных групп, имеет смысл, поскольку, таким образом, находится их усредненная величина.

2. Определение основных факторов 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 руководства контролирует в

основном финансовые показатели, а низшие звенья — только количественные или качественные результаты работы.

3. Внедрение системы оперативного контроля — стоимостной анализ основных элементов имущественного комплекса, как материальных, так и нематериальных активов с целью выявления тех групп активов, стоимость которых:

имеет ключевое значение для предприятия;

является значительным потенциалом роста предприятия;

достигла своего пика, значит, становится более выгодной их реализация, чем обладание ими.

4. Систематический контроль результатов деятельности — периодическое сопоставление достигнутых результатов с целевыми индикаторами, путем разработки календарного плана анализа эффективности и составления оценочной ведомости, которая включает все стоимостные измерители и ключевые показатели эффективности.

5. Подготовка персонала к внедрению системы оперативного контроля над стоимостью активов с нахождением круга ключевых сотрудников, внедряющих на местах основы обновленной системы управления и индикаторов для каждого сотрудника, за достижение которых он отвечает, с их привязкой к ключевым показателям эффективности.

6. Создание системы оценки управленческих решений. Нахождение инструментов, позволяющих определить характер и степень воздействия конкретного решения на благосостояние акционеров.

7. Анализ вклада подразделений в стоимость компании. Выявление бизнес-единиц, «создающих» и «разрушающих» стоимость, т. к. суммарная стоимость бизнес-единиц — это стоимость предприятия в целом, управление которой невозможно без эффективного контроля над стоимостью отдельных подразделений.

8. Периодическая оценка — информация о результатах деятельности предприятия через определенные промежутки времени. Это даст результаты, связанные не только с улучшением финансового состояния предприятия, но и одновременно, поддержит надежный имидж в глазах акционеров и потенциальных инвесторов.

Управление стоимостью будет способствовать:

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

ориентация 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.

Концептуальной базой любой конструкции управления стоимостью всегда останется основной принцип корпоративных финансов: стоимость компании опреде-

ляется денежными потоками, которые она может генерировать в будущем. Применение любой методики для стоимостных оценок даст один и тот же результат, если расчеты корректны и допущения согласованы. Новая стоимость создается тогда, когда отдача на предоставленный инвесторами капитал превышает ожидаемую доходность от вложений с аналогичным риском. Предложенное использование системы стоимости предприятия (ССП) и экономической добавленной стоимости не станет панацеей в решении назревших проблем украинского бизнеса, но точное определение стоимости использования собственного капитала будет способствовать эффективному его использованию и позволит выявить нерентабельные хозяйственные подразделения, финансируемые за счет прибыльных. Эта система позволит избежать концентрации только на финансовых аспектах бизнеса и даст возможность не просто оценить деятельность, но и управлять ею

Литература

1. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : учебный курс / И. А. Бланк. — К. : Эльга. — Н. Ника-Центр, 2001. — 448 с.
2. Брюховецька Н. Ю. Економічний механізм підприємства в ринковій економіці: методологія і практика / Н. Ю. Брюховецька. — Донецьк : ІЕП НАН України, 1999. — 276 с.
3. Булеев И. П. Управление транзакционными издержками в переходной экономике / НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. — Донецк, 2002. — 154 с.
4. Губерная Г. К. Глобализация как объективный процесс и политико-экономическая игра / Губерная Г. К. // Прометей: региональный сборник научных трудов по экономике. — Донецкий экономико-гуманитарный институт ; Институт экономико-правовых исследований НАН Украины. — Донецк : Юго-Восток, 2001. Вып. 4. — С. 169–173.
5. Дафт Р. Л. Менеджмент. Изд. 2-е / Р. Л. Дафт ; пер. с англ. — СПб. : Питер, 2002. — 832 с.
6. Друкер Питер Ф. Задачи менеджмента в XXI веке : уч. пос. / Питер Ф. Друкер ; пер. с англ. — М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. — 272 с.
7. Григорьев В. В., Федотова М. А. Оценка предприятия: теория и практика / В. В. Григорьев, М. А. Федотова. — М. : ИНФРА-М, 1997. — 320 с.
8. Зайцев А. В. Особенности ценообразования и анализа конъюнктуры при планировании себестоимости разрабатываемого продукта / А. В. Зайцев. — Режим доступа : <http://www.marketing.spb.ru/read.htm>.
9. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление / Том Коупленд, Тим Коллер, Джек Муррин ; пер. с англ. — 2-е изд. — М. : ЗАО Олимп-Бизнес, 2000. — 576 с.
10. Макогон Ю. В. Особенности привлечения инвестиций в условиях свободных экономических зон и территорий приоритетного развития // Економіка промисловості. — 2002. №3 (18). с. 148–151.
11. Панков В. А. Функционально-стоимостной анализ — ключ к эффективности. Практика проведения и развития функционально-стоимостного анализа промышленных объектов и продуцирующих систем (из опыта ЗАО НКМЗ). — К.: Наук. світ, 2003. — 138 с.