



Рис. 4. Графическое представление математической модели управления стоимостью компании

Математическое описание данной модели будет иметь вид:

$$C = \bar{F}(\bar{X}, \bar{Y}, t),$$

где $\bar{X} = (x_1, x_2, \dots, x_n)$ – драйверы стоимости;

$\bar{Y} = (y_1, y_2, \dots, y_n)$ – случайные (неуправляемые) факторы;
 t – время от момента воздействия до момента перехода

В данном случае для решения задачи требуется применить Модель динамического программирования Беллмана.

Подводя итог данной работе, можно сделать следующие выводы:

В литературе существует несколько подходов к определению понятия драйвер стоимости. Драйвер рассматривается как любой финансовый коэффициент, существенно влияющий на стоимость компании и как ключевой фактор стоимости.

Рассматривая отличительные аспекты понятия фактора стоимости и драйвера, можно сделать вывод о необходимости комплексного подхода к их использованию в практике управления стоимостью.

При решении задачи управления стоимостью необходимо уметь выявлять факторы и драйверы, давать им как качественную, так и количественную оценку.

Библиографический список

1. Коумплэнд Т., Долгофф А. «Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании» (Expectations-Based Management); [пер. Э.В. Кондуковой]. М.: Эксмо, 2009. 384 с.

2. Анкудинов А.Б. Драйверы стоимости и проблема стимулирования корпоративных менеджеров // Сборник докладов Казанского Государственного Финансово-Экономического Института. Казань, 2009. С. 125.

УДК 658.14/.17:334.7

Роль оценки стоимости предприятия в системе менеджмента

© 2013 г. Е.Н. Никулина, А.В. Трубина *

Предприятие (компания) как система состоит из управляемой и управляющей подсистем, соединенных каналами передачи информации. В качестве управляемой подсистемы предприятия выступает совокупность производственных процессов, реализация которых посредством производственного персонала обеспечивает изготовление продукции и (или) оказание услуг. Управляющая подсистема предприятия представляет собой совокупность взаимосвязанных методов управления, используемых

для обеспечения эффективного функционирования производства [1].

Эффективное управление предприятием обеспечивает образование добавочной стоимости ресурсов на входе и получение различных дополнительных результатов на выходе (прибыль, увеличение доли рынка, увеличение объема продаж и т.д.).

Понятие «менеджмент предприятия» является аналогом терминов «управление предприятием», «руководство предприятием». Менеджмент предприятия направлен на выявление факторов, позволяющих осуществлять процесс воздействия и обеспечивать взаимодействие сотрудников предприятия наиболее эффективным образом.

Функции менеджмента предприятия были сформулированы одним из его основоположников А. Файолем еще в начале прошлого века.

* Никулина Е.Н. – канд. экон. наук, доц. Московского авиационного института (национального исследовательского университета).

Трубина А.В. – аспирант Московского авиационного института (национального исследовательского университета).

В рамках менеджмента предприятия выполняется ряд взаимосвязанных функций:

- анализ;
- планирование;
- организация;
- мотивация;
- контроль.

Исходной в этом перечне является функция анализа производственных и финансовых показателей, показателей использования ресурсов, которыми располагает предприятие (материальных, трудовых, финансовых, информационных и пр.), глубокого, всестороннего анализа хозяйственной ситуации, в которой находится предприятие, и перспектив ее развития.

В условиях все возрастающей конкуренции на рынках в рамках аналитической функции менеджмента предприятия важно понять, каков относительный уровень конкуренции, каковы ее движущие силы и какими при данных условиях должны быть позиции предприятия [2]. Анализ рынков, перспектив их развития призван выявить природу конкуренции и характер потребностей (спроса) на рынке, где действуют предприятия, а следовательно – и ключевые факторы стоимости, характерные для этих предприятий.

Реализация аналитической функции является необходимой предпосылкой планирования деятельности предприятия. По А. Файолю, планирование осуществляется для того, чтобы установить, «где мы находимся в настоящее время, куда мы хотим двигаться и как собираемся это делать».

Аналитическая функция и планирование лежат в основе реализации иных функций менеджмента предприятия, связанных с организацией, мотивацией и контролем.

Традиционная российская система менеджмента предприятия является менее эффективной по сравнению с системой, ориентированной на увеличение стоимости собственного капитала. Официальная бухгалтерская отчетность, составленная в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета, выступая информационной основой принятия управленческих решений в рамках менеджмента большинства российских предприятий, характеризуется такими негативными чертами, как неполнота и неточность информации о состоянии дел на предприятии, а также ориентацией на текущие результаты его деятельности.

По мнению зарубежных специалистов, в условиях конкурентной борьбы между предприятиями главная цель менеджмента состоит в увеличении стоимости для акционеров, максимизации доходов людей, имеющих долю в собственности компании [3]. Стоимость для акционеров – это иное название общей стоимости собственного (акционерного) капитала компании или ее «рыночной капитализации». Стоимость собственного капитала компании определяется преимущественно в рамках доходного подхода (но не исключительно) устойчивостью темпов роста

прибыльности¹ и величиной ожидаемого денежного потока, тесно связанного с прибылью. Исследования показывают, что страны, в которых максимизация стоимости собственного капитала является основной стратегией предприятий, занимают лидирующее положение на мировых рынках по производительности труда и конкурентоспособности товаров и услуг [4].

Таким образом, одним из инструментов эффективного менеджмента является оценка стоимости предприятия.

Стоимость предприятия – объективный показатель результатов функционирования, а оценка стоимости предприятия – это, по сути, финансовый, организационный и технологический анализ текущей деятельности и перспектив развития оцениваемого предприятия.

Оценка стоимости предприятия (далее – оценка) может выполняться как «внутренними» собственными финансовыми службами предприятия, так и «внешними» профессиональными оценщиками, в качестве которых могут выступать как юридические, так и физические лица.

В случае проведения обязательной оценки в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации необходимо привлечение «внешних» профессиональных оценщиков. Данные специалисты привлекаются также в тех случаях, когда предприятие заинтересовано в получении независимых достоверных выводов (результатов) либо не располагает собственными квалифицированными кадрами и (или) необходимой информацией².

«Внутренняя» оценка стоимости предприятия используется, как правило, для принятия текущих управленческих решений, в том числе в рамках оперативного бизнес-планирования, бюджетирования.

Основные различия «внутренней» и «внешней» оценок, выявленные авторами, приведены в **табл. 1**.

В современной России проводится преимущественно «внешняя» оценка, требующая существенных финансовых затрат со стороны Заказчика. Масштабы проведения «внутренней» оценки ограничены сложившимися стереотипами мышления менеджмента предприятия, ориентирующегося главным образом не на повышение его стоимости, а на показатель прибыли, недостаточной информированностью о возможностях оценки с позиций повышения эффективности менеджмента, а также наличием ряда «технических» трудностей, связанных с дефицитом необходимой информации, недостаточной квалификацией персонала, необходимостью овладения технологией оценки. В силу этого малые и средние предприятия, составляющие преобладающую часть предприятий страны, оказываются вне сферы оценочной деятельности.

¹ Даже если акции компании не котируются на биржах, аналитиками применяется показатель роста годовой доналоговой прибыли.

² Это характерно в первую очередь для малых и средних предприятий.

Таблица 1

Различия «внутренней» и «внешней» оценок		
Субъекты оценочной деятельности		
	«Внешняя» оценка осуществляется профессиональными независимыми оценщиками, не являющимися сотрудниками предприятия.	«Внутренняя» оценка осуществляется специалистами предприятия, обладающими соответствующими квалификационными характеристиками.
Наиболее распространенные цели оценки	Разработка планов развития предприятия; реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, разделение, реорганизация, банкротство и прочее); операции с ценными бумагами (купля-продажа акций, проведение эмиссий акций, внесение в уставной капитал и др.); обоснование сделки купли-продажи бизнеса или его доли; определение стоимости залогового обеспечения по кредиту.	Изучение конъюнктуры рынка, анализ конкурентов, текущего и возможного положения предприятия на рынке; разработка планов развития предприятия (эффективной стратегии, бизнес-плана, бюджета); повышение качества и эффективности принимаемых управленческих решений; построение эффективной системы материального стимулирования сотрудников предприятия.
Задача оценки	Определение реальной стоимости объекта оценки в соответствии с требованиями Заказчика.	Получение информации о стоимости объекта оценки, необходимой для принятия управленческих решений, направленных на максимизацию стоимости бизнеса.
Информационная база оценки	Внешняя (полученная из доступных источников) и внутренняя информация (предоставленная Заказчиком).	Внешняя и внутренняя информация. При этом внутренняя информация является более полной и содержательной относительно информации, предоставляемой внешним оценщикам, поскольку персонал предприятия располагает сведениями, носящими «инсайдерский» характер, не распространяемыми за его пределы.
Периодичность проведения оценки	Периодичность проведения внешней оценки обусловлена потребностями Заказчика. В соответствии с законодательством РФ отчет об оценке должен быть актуален либо на дату совершения сделки с объектом оценки, либо на дату представления публичной оферты ¹ .	Периодичность проведения «внутренней» оценки обусловлена изменениями внешней и/или внутренней среды, а также требованиями руководства.

¹ Согласно п. 26 Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО №1)», утвержденного Приказом Минэкономразвития России от 20.07.2007 № 256, итоговая величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете об оценке, может быть рекомендуемой для целей совершения сделки с объектами оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты представления публичной оферты прошло не более 6 месяцев.

Подобная ситуация не может быть признана удовлетворительной. Внедрение концепции управления стоимостью предприятий особо актуально в условиях вступления России в ВТО. В связи с этим представляется важным раскрыть и довести до менеджмента предприятий положения, раскрывающие возможности оценки в реализации выполняемых ими функций, а также предложить подход, позволяющий упростить и оптимизировать оценочную деятельность.

Следует отметить, что в имеющихся публикациях вопросы определения стоимости предприятия рассматриваются главным образом с позиций деятельности «внешних» экспертов – в лице специализированных организаций или индивидуальных оценщиков, привлекаемых к проведению независимой оценки в соответствии с требованиями законодательства либо по инициативе руководства или инвесторов предприятия. Подобный подход оправдан, особенно в связи с принятием собственником и/или менеджментом принципиальных, стратегических управленческих решений. Однако при этом недооцениваются

возможности и функции менеджмента предприятия в рамках оперативного, текущего управления.

Между тем, по мнению авторов, оценка стоимости предприятия может и должна рассматриваться как неотъемлемый инструмент исполнения основных функций менеджмента, обеспечивающих в первую очередь повышение эффективности реализации таких функций, как анализ и планирование.

Для обоснования этого тезиса была изучена практика привлечения «внешних» оценщиков к исполнению тех или иных функций менеджмента предприятий.

В рамках исполнения аналитической функции и (или) функции планирования «внешние» профессиональные оценщики привлекаются для предоставления комплексной, детальной, максимально объективной информации о текущем положении и перспективах развития предприятия и его конкурентов на соответствующем рынке товаров и услуг, перспективах развития самого рынка. Результатом оценки с позиций менеджмента предприятия, является выработка обоснованных, взвешенных планов развития пред-

приятия воплощаемых в дальнейшем путем организации производства. Эти результаты, кроме того, могут быть использованы и при осуществлении контрольной функции менеджмента предприятия.

В рамках функции планирования «внешняя» профессиональная оценка проводится для обоснования сделок купли-продажи предприятия или акций, проведения эмиссий акций, увеличения уставного капитала, для обоснования инвестиционных решений. Результатом таких оценок с позиций менеджмента предприятия является экономическое обоснование принимаемых решений о вложении средств или продаже части имущества.

В рамках функции планирования «внешняя» оценка производится также при разработке бизнес-планов, средне- и долгосрочных планов развития предприятия, планов реструктуризации предприятия (ликвидации, слияния, разделения и пр.), что позволяет выработать эффективные модели развития производства.

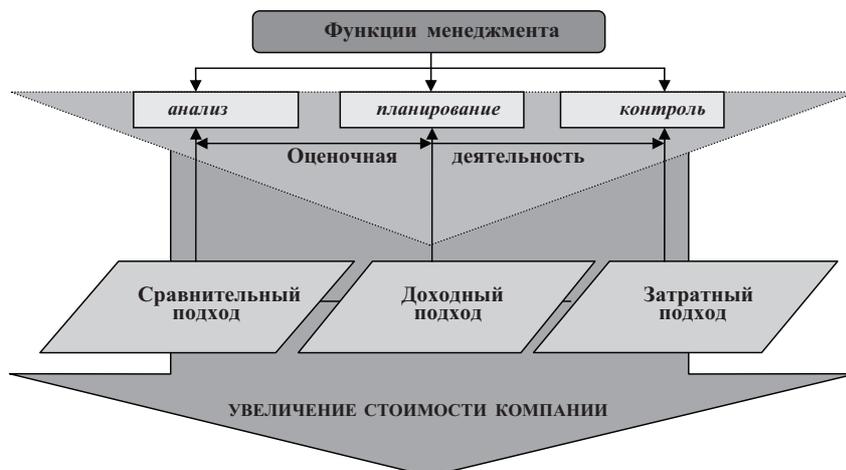
Проведенный анализ показывает, что существующие три подхода к определению стоимости предприятия, обязательные в соответствии с законодательством Российской Федерации, для использования в рамках «внешней» профессиональной оценки (сравнительный, затратный, доходный) могут успешно применяться не только при проведении «внешней», но также в рамках «внутренней» оценки для выполнения аналитических и плановых функций менеджментом предприятия.

Сравнительный подход к оценке может быть реализован в рамках исполнения аналитических функций менеджмента предприятия. Сравнительный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах. Использование сравнительного подхода к оценке предполагает проведение анализа рынка, выявление конкурентов компании и определение доли компании на рынке.

Доходный подход к оценке применим при реализации функции планирования менеджментом предприятия. Доходный подход отвечает интересам инвесторов, покупателей, отражая стоимость активов с позиций будущих генерируемых ими денежных потоков, учитывает приоритеты развития. Доходный подход, базируясь на фактически достигнутом уровне развития компании, определяет будущие выгоды от владения активом, поскольку покупатель, принимая решение об инвестировании средств, сопоставляет предлагаемую цену и текущую стоимость ожидаемых экономических выгод.

В рамках затратного подхода к оценке могут быть также реализованы аналитические и контрольные функции менеджмента предприятия. Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства или замещения объекта оценки с учетом физического и морального износа. Преимущество затратного подхода к оценке стоимости предприятия состоит в достаточной точности и достоверности информации о реальных активах, которые находятся в его собственности. Кроме того, при оценке стоимости предприятия, находящегося в инвестиционной стадии развития, когда эффективность деятельности и прогнозные показатели будущих денежных потоков компании не поддаются достоверному прогнозированию, затратный подход является единственным подходом, позволяющим определить стоимость ее собственного капитала. Результаты применения затратного подхода наиболее показательны в случае, когда оцениваемое предприятие либо только что образовано, либо находится в стадии банкротства. Также результаты затратного подхода как наименее трудоемкого могут быть использованы менеджментом предприятия в тех случаях, когда необходимо иметь представление о стоимости выборочных активов предприятия.

Функции менеджмента, которые могут быть эффективно реализованы посредством основных подходов к оценке, графически представлены на **рисунке**.



Реализация функций менеджмента посредством различных подходов к оценке стоимости компании

Исследование позволило установить цели оценки, соответствующие конкретным функциям менеджмента, и результаты, которые могут быть получены по итогам оценочной деятельности, обеспечивающие принятие эффективных, обоснованных управленческих решений. Выявленные в этом направлении взаимосвязи представлены в **табл. 2**.

Вышеизложенное позволяет оценить функции, место и роль оценочной деятельности в системе отношений, связанных с управлением предприятием, в

Таблица 2

Взаимосвязи функций менеджмента, целей и результатов оценки		
Функции менеджмента	Цели оценки, соответствующие функции менеджмента	Результаты оценки для менеджмента
Анализ/контроль	Обоснование сделки купли-продажи предприятия / акций, проведение эмиссий акций, увеличение уставного капитала	Принятие менеджментом обоснованного решения о вложении средств или продаже части имущества
Планирование/контроль	Обоснование инвестиционного решения	Принятие менеджментом обоснованного решения о вложении средств в высокорентабельный проект
	Разработка бизнес-плана, планов развития предприятия Реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, разделение и прочее)	Построение модели развития компании (в т.ч. с учетом внедрения нового проекта) и анализ ее эффективности
Анализ / планирование	Определение перспектив развития компании на рынке товаров и услуг	Принятие менеджментом решений на основе результатов детального анализа рынка, на котором функционирует предприятие (анализ конкурентов, текущего и возможного положения компании на рынке)

том числе в рамках реализации конкретных функций менеджмента.

Понимая сложность реализации «внутренних» оценочных процедур для персонала предприятия, далеко не всегда располагающего соответствующим опытом и квалификацией, авторами разработана методика экспресс-оценки стоимости промышленного предприятия.

Данная методика основана на применении финансового коэффициента (-ов), используемого (-ых) для проведения процедуры финансового анализа, и на данных бухгалтерской отчетности (Формы № 1, 2):

- собственный капитал – «Итого капитал и резервы» Формы № 1 бухгалтерской отчетности;
- «Чистая прибыль (убыток)» Формы № 2 бухгалтерской отчетности.

Величина собственного капитала и чистой прибыли выбрана авторами в качестве базисных показателей, определяющих результаты оценочной деятельности, по следующим причинам:

1. В процессе оценки стоимости компании в рамках затратного подхода наиболее часто используется метод скорректированных чистых активов. В рамках данного метода осуществляется корректировка как активной, так и пассивной частей баланса предприятия. Потому величина стоимости собственного капитала, согласно данным бухгалтерской отчетности, с определенным корректирующим коэффициентом сопоставима с результатами оценки стоимости (собственного капитала) компании.

2. Величина чистой прибыли (убытка) является одной из самых существенных в ходе реализации доходного подхода к оценке, т.к. при реализации метода капитализации обычно капитализируется величина чистой прибыли, а при использовании метода дисконтированных денежных потоков чистая прибыль является базой расчета денежного потока (к величине чистой прибыли добавляются расходы, не связанные с движением денежных средств

(т.е. амортизация), и вычитаются увеличение оборотного капитала и капитальные вложения).

Для определения размера рыночной капитализации, отражающей результаты оценки в рамках сравнительного подхода, авторами на основании данных бухгалтерской отчетности ОАО «Челябинский металлургический комбинат» (ОАО «ЧМК») за 2001–2010 гг. были проведены расчеты, выявляющие корреляционную зависимость основных финансовых коэффициентов, используемых для финансового анализа¹, от размера капитализации компании в указанные периоды.

Проведенные расчеты показали, что наиболее тесной корреляционной зависимостью (коэффициент корреляции – 0,9) обладает рыночная капитализация ОАО «ЧМК» и коэффициент финансовой устойчивости². По мнению авторов, данная зависимость может быть обусловлена влиянием структуры капитала на стоимость компании.

Таким образом, положим, что:

- величина собственного капитала определяет результаты оценки в рамках затратного подхода;
- чистая прибыль, приведенная с помощью коэффициента капитализации, сопоставима с результатами оценки в рамках доходного подхода;
- размер рыночной капитализации отражает результаты оценки в рамках сравнительного подхода.

¹ Авторами были рассмотрены следующие финансовые коэффициенты: коэффициент покрытия, коэффициенты быстрой и абсолютной ликвидности, коэффициент автономии, коэффициент капитализации, коэффициент финансовой устойчивости, коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования, рентабельностью продаж и собственного капитала, чистая рентабельность, оборачиваемость товарно-материальных запасов, дебиторской и кредиторской задолженности.

² Коэффициент финансовой устойчивости = (Собственный капитал + Долгосрочные пассивы) / Валюта баланса.

Тогда результаты расчетов в рамках экспресс-оценки могут быть описаны следующим уравнением линейной регрессии¹:

$$X = СК \cdot W_{зп} + ЧП / K_{кап} \cdot W_{дп} + (a \cdot K_{фин.уст.} + b) \cdot W_{сп},$$

где X – стоимость компании; $W_{зп}$, $W_{дп}$, $W_{сп}$ – удельные веса затратного, доходного и сравнительного подходов к оценке; $W_{зп} + W_{дп} + W_{сп} = 100\%$ ²; $СК$ – собственный капитал, при этом $СК \geq 0$ ³; $ЧП$ – чистая прибыль, при этом $ЧП \geq 0$; $K_{кап}$ – коэффициент капитализации⁴; $K_{фин.уст.}$ – коэффициент финансовой устойчивости; a и b – параметры линейной регрессии.

Экспериментальная апробация на примере ОАО «ЧМК» подтвердила применимость разработанной системы и целесообразность ее практического использования. Сопоставление данных экспресс-оценки по вышеприведенному уравнению с данными оценки стоимости собственного капитала, полученными «внешними» оценщиками на основании трех подходов к оценке, показало наличие отклонений результатов на уровне 12,4 %.

Предлагаемый метод экспресс-оценки, несмотря на наличие данной погрешности, существенно снижает стоимость оценочных действий, позволяет проводить ее с минимальными затратами силами специалистов предприятия, формируя представление об ориентировочном диапазоне стоимости предприятия.

Очевидно при этом, что повышение точности расчетов возможно путем увеличения количества наблюдений, ввода дополнительных данных.

Следует также отметить, что предложенная экспресс-методика не является альтернативной методикой оценки в рамках затратного, сравнительного и доходного подходов, а представляет собой допол-

нительный аналитический инструмент, предназначенный для использования менеджментом предприятия.

Обобщая вышеизложенное, можно сделать вывод о том, что в системе менеджмента предприятия оценка способна решать ряд важных задач. К числу этих задач относятся:

1) агрегация данных финансово-хозяйственной деятельности предприятия;

2) анализ рынка и выявление основных конкурентов, определение положения предприятия на рынке за счет сопоставления текущих результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия и конкурентов;

3) обеспечение мониторинга последствий решений по возможному внедрению новых проектов с позиции стоимости предприятия;

4) прогнозирование дальнейших путей развития предприятия в рамках стратегического планирования.

Таким образом, оценка в системе менеджмента предприятия позволяет повысить эффективность реализации функций анализа и планирования деятельности предприятия. В известной мере оценка стоимости предприятия может использоваться также и в рамках исполнения контрольной функции менеджмента предприятия. Применение оценки в системе менеджмента предприятия позволяет определять результирующий показатель деятельности предприятия – стоимость собственного капитала.

В связи с этим целесообразно расширение сферы применения как «внутренней», так и «внешней» оценок стоимости предприятия и соответствующих подходов в системе менеджмента промышленных предприятий с целью повышения ее эффективности.

Библиографический список

1. Организация производства и управление предприятием: Учеб. / О.Г. Туровец, М.И. Бухалков, В.Б. Родинов и др.; Под ред. О.Г. Туровца. 3-е изд. М.: ИНФРА-М, 2011. 506 с.
2. Скотт М. Факторы стоимости. Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 432 с.
3. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. 2-е изд. М.: Дело, 2001. 360 с.
4. Овечкина Е.И. Оценка бизнеса в системе финансового менеджмента предприятия. автореф. дис. ... канд. экон. наук / Овечкина, Елена Игоревна; ФГОУВПО «Финансовая акад. при Правительстве РФ». М.: 2006. 24 с.

¹ Уравнение линейной регрессии в общем виде описывается формулой: $y = ax + b$, где y – зависимая переменная (размер капитализации компании), x – независимая переменная (коэффициент финансовой устойчивости), a и b – параметры регрессии.

² Выбор значений весовых коэффициентов осуществляется оценщиком в каждом конкретном случае на основании анализа преимуществ и недостатков каждого из примененных подходов и методов, достоверности и полноты использованной информации для определения стоимости. Обычно наибольший вес присваивается доходному или сравнительному подходу к оценке.

³ Если размер собственного капитала или чистой прибыли (убытка) составляет отрицательное значение, то в рамках данного расчета используется ноль.

⁴ Коэффициент капитализации компании рассчитывается путем вычитания ожидаемого среднегодового темпа роста денежного потока из ставки дисконтирования этой компании: $K_{кап} = R - g$.