

Калиниченко З.Д.

**ПРОБЛЕМЫ ВЫБОРА СТРАТЕГИИ ИНТЕГРИРОВАННЫХ
ПРЕДПРИЯТИЙ С ПОМОЩЬЮ ИНСТРУМЕНТОВ УПРАВЛЕНИЯ
СТОИМОСТЬЮ**

Донецкий национальный технический университет, г. Донецк

В статье представлены наиболее актуальные модели оценки эффективности деятельности, проанализирована эффективность деятельности предприятия «Техноком», а также разработаны рекомендации относительно ее повышения.

**СТРАТЕГИЯ, МОДЕЛИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ, ПОКАЗАТЕЛИ
ЭФФЕКТИВНОСТИ, СТОИМОСТНАЯ ОЦЕНКА**

Введение. Аналитические инструменты управления стоимостью предприятия, такие как стоимостная оценка с использованием метода дисконтированных денежных потоков и анализ факторов стоимости в достаточной степени вооружают предприятие для принятия решений, способствующих выбору наилучшей стратегии его развития.

Основным показателем эффективности инвестиционных решений остается показатель увеличения рыночной стоимости предприятия. В качестве оперативного показателя можно использовать различные показатели, характеризующие прибыльность бизнеса, включая такие как EBITDA, EVA.

Показатели прибыльности можно структурировать на определяющие ее показатели производственной деятельности для каждого уровня, которыми могли бы руководствоваться менеджеры. Это требует налаживания действенных информационных и управленческих систем, разработки модели движения денежных средств предприятия, сбора входных данных для прогноза, а также, распределение ответственности между менеджерами всех уровней и

использование других преимуществ стоимостного управления.

Управление стоимостью предприятия включает анализ вариантов развития бизнеса и выбор стратегии поведения предприятия на рынке. При этом должны быть рассмотрены и проанализированы различные стратегии:

- развития и расширения бизнеса в одном секторе экономики;

- развития и расширения бизнеса в нескольких взаимосвязанных секторах экономики, образующих технологическую цепочку производства, за счет вертикальной интеграции предприятия;

- развития и расширения бизнеса в различных, в том числе не связанных, секторах экономики; диверсификации бизнеса и создания многопрофильной компании.

Для максимизации своей стоимости предприятие должно, прежде всего, выяснить, насколько нынешняя совокупность его бизнес-направлений способствует достижению этой цели. Формирование портфеля бизнесов - это комплекс действий, включающий в себя реализацию стратегических преимуществ предприятия, поиск возможностей повышения эффективности и управление непрерывным ростом предприятия.

Управление стоимостью предприятия включает методы и инструментарий ее измерения, а также методы анализа и выбора стратегических решений, направленных на увеличение стоимости.

Первые модели измерения и оценки результатов деятельности компаний, которые появились в 1920-х годах и в последствии распространились во всех странах с рыночной экономикой были относительно простыми для расчета и строились на основе финансовых показателей (например, мультипликативная модель Дюпона или показатель ROI). В 70-90-х годах появились другие концепции оценки стоимости и эффективности работы компаний, среди которых наиболее популярны: прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА); рыночная добавленная стоимость (MVA); показатель совокупной акционерной доходности (TSR). В последние годы наибольшее внимание специалистов уделяется разработке и практическому использованию

концепций сбалансированной системы показателей (BSC) и экономической добавленной стоимости (EVA). Многие специалисты придерживаются мнения, что эти методы непротиворечивы и могут использоваться на практике на различных этапах процесса управления стоимостью компании, взаимно дополняя друг друга [1, 2].

Заметим, что в процессе управления стоимостью компании один из важнейших этапов - выбор оптимальных стратегических планов развития бизнеса предприятия. Критериями оценки таких планов могут служить показатели рыночной стоимости предприятия, полученные на основе доходного подхода к оценке предприятия (бизнеса), а также производные показатели типа денежный поток отдачи на инвестированный капитал (CFROI). В рамках данного подхода стоимость предприятия определяется на основе прогноза денежных потоков, которые будут созданы предприятием, скорректированных с учетом факторов времени и соответствующих рисков.

На рис. 1 показана связь между основными направлениями принятия решений и оценкой стоимости предприятия (акционерной стоимостью) [2]. Акционерная стоимость формируется на основе сбалансированного выбора и реализации решений в области бизнес-стратегии, инвестиционной стратегии и финансовой стратегии.

Выбор инвестиционной стратегии предприятия включает задачу распределения имеющихся финансовых средств между инвестиционными проектами различных типов и определения очередности их осуществления:

- строительство нового предприятия (создание новой компании);
- приобретение готового бизнеса (существующей компании);
- расширение и/или реконструкция производства на действующем предприятии.

Ожидаемый эффект от реализации инвестиционных проектов заключается, как правило:

- в увеличении объема производства продукции;
- в уменьшении себестоимости продукции;

- в изменении ассортимента выпускаемой продукции;
- в сочетании вышеперечисленных эффектов.

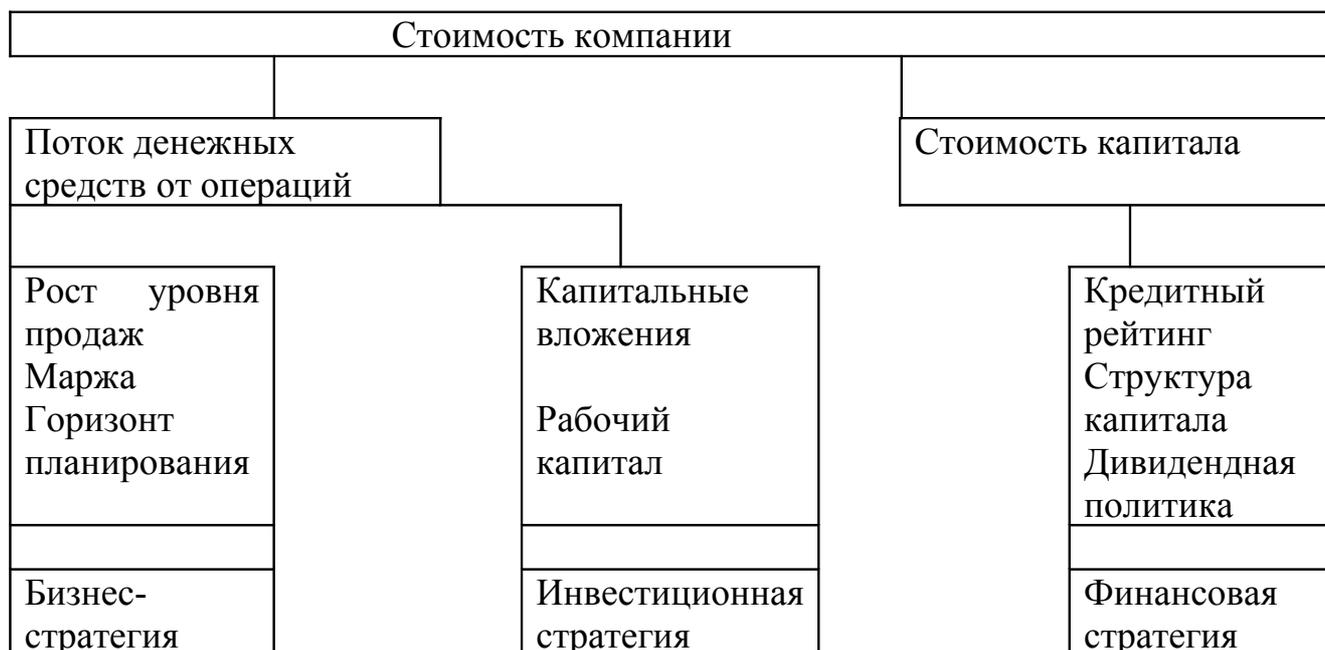


Рисунок 1 - Связь между основными направлениями принятия решений и оценкой стоимости предприятия

При формировании программы развития должна быть обеспечена сбалансированность портфеля инвестиционных проектов, так как конечный экономический результат предприятия определяется не эффективностью отдельных проектов, а общим вкладом проектов в рост стоимости предприятия. Проекты необходимо исследовать не изолировано, а в общем контексте деятельности предприятия, с учетом ее целей и стратегии развития. Такой подход обычно называется стратегическим портфельным анализом [3]. Привлекательность инвестиционных предложений, поступающих от различных подразделений предприятия, зависит не только от обеспечиваемой ими внутренней нормы доходности (IRR), но также от стратегической важности предлагаемых направлений деятельности. Каждый проект вносит вклад в развития соответствующего элемента этой стратегии.

На сегодняшний день существует целый ряд методологических подходов к управлению портфелем проектов, каждый из которых дает свое определение, и по-своему структурирует жизненный цикл управления портфелем проектов.

Это, прежде всего, - стандарт РМ по управлению портфелем проектов, национальные требования к компетенции специалистов по управлению проектами, а также ряд методологических наработок отечественных и зарубежных консалтинговых компаний [2, 3].

В исследованиях дается достаточно общее определение оптимального портфеля проектов «как набор проектов, имеющих максимальную ценность для предприятия». А управление проектами – это «процесс, который позволяет достигать проектные цели, не выходя за рамки проектных ограничений, тем самым, обеспечивая эту ценность» [2].

В исследовании портфель проектов понимается как некоторый согласованный план действий (инвестиционный бизнес-план), направленный на достижение заданных стратегических целей развития компании, характеризующийся определенными финансовыми и материальными затратами и получаемыми от его реализации результатами, распределенными во времени.

Следует заметить, что задача выбора оптимального портфеля инвестиционных проектов достаточно популярна в научной литературе и часто формулируется в терминах теории матпрограммирования и оптимизации.

Сегодня особого значения приобретает корректная оценка и анализ не только текущего финансового состояния и рентабельности предприятия, но и фактической эффективности деятельности предприятия с позиции потенциальных инвесторов.

В мировой практике наиболее распространенными моделями оценки эффективности и определения стоимости предприятия являются методы FCFFO, EVA и EM. Наиболее популярной является оценка эффективности с помощью FCFFO. Абстрагируясь от финансовой деятельности, FCFFO показывает объем самофинансирования после осуществления инвестиций.

Выполненные нами расчеты показывают, что предприятие «Техноком» после 2010 года начало работать эффективно, поскольку каждый год генерирует положительный денежный поток. Причем, если существующие тенденции роста объемов продаж и затрат останутся неизменными, FCFFO

будет возрастать и дальше.

Анализ показал, что для более быстрого увеличения FCFFO необходимо ускорять оборачиваемость активов, увеличивать их объем, снижать затраты и изменять потребность в оборотном капитале.

Недостатком показателя FCFFO является игнорирование цены капитала, вследствие чего рост активов генерирует положительный FCFFO, хотя на самом деле предприятие получает убытки от дополнительного расширения деятельности. Более корректным индикатором эффективности является EVA, который показывает создание добавочной стоимости через превышение чистой прибылью всех затрат, связанных с его получением. Для расчета WACC к налогообложению и определению цены собственного капитала воспользуемся CAPM-моделью. Используя показатель Бета публичных компаний с подобным рискованным профилем и скорректировав его на риск и на структуру капитала данного предприятия, получаем коэффициент Бета, равный 0,89. Премия за риск рассчитана на базе доходности ПФТС и ставки по ОБГЗ как средняя за несколько лет.

Расчет показал, что и на сегодня, и в перспективе EVA имеет тенденцию к снижению, то есть предприятие «Техноком» работает в целом все же неэффективно. Весомыми причинами этого является нерациональная структура капитала и высокая рискованность украинского рынка в целом, вследствие чего WACC очень высокий. Но, как видно из анализа, в первую очередь отрицательный EVA обусловлен большой частью затрат в обороте и медленным ростом оборачиваемости активов. Когда оборачиваемость в 2011 году начала возрастать быстрее, чем активы, прирост EVA впервые стал положительным. Если же предположить линейный рост выручки, рентабельность вовлеченного капитала будет возрастать чрезвычайно медленно, а EVA в ближайшие годы будет оставаться отрицательным.

Опираясь на выполненный факторный анализ, вывод по предприятию «Техноком» будет следующим: необходимо ускорить темпы роста выручки путем ускорения эффективности использования активов и расширения спроса,

а также ограничить рост затрат. В таком случае можно ожидать, что через 15-20 лет EVA станет положительным.

EVA довольно простой в расчете и потому чаще всего используется для анализа эффективности предприятий. Однако главный недостаток показателя EVA - неадекватная оценка стоимости активов и абсолютное измерение, из-за чего, как и в случае с FCFFO, невозможно сравнить разные за размером предприятия.

Для получения корректной и универсальной оценки эффективности нужно использовать третий вариант оценки эффективности - показатель EM (economic margin - экономическую прибыльность компании). В сущности, EM является рентабельностью вложенного капитала с учетом всех затрат на его получение и адекватной оценкой имеющихся и будущих активов. Последняя требует определения их чистой приведенной стоимости за период, равный фактическому, а не бухгалтерскому сроку их службы. Срок службы активов мы определяем, учитывая деление активов на материальные и нематериальные. В нашем случае он составляет 15 лет.

Оценка эффективности в соответствии с этим подходом снова дает по предприятию «Техноком» противоположную картину. В отличие от EVA подхода, по критерию EM эффективность работы предприятия улучшается, а в долгосрочной перспективе предприятие должно получать положительный дополнительный результат на единицу вложенного капитала.

Заключение. Как показало исследование, EM довольно чувствительный к изменениям в операционной деятельности, например, рост затрат на 1 тыс.грн. обуславливает увеличение EM на 1,4. Если все факторы, кроме размера, структуры активов, оборотности и затрат будут оставаться по предприятию «Техноком» неизменными, в будущем эффективность деятельности предприятия будет прямо зависеть от оборачиваемости активов и их объема, а факторами ее снижения могут стать высокие затраты и увеличение части необоротных активов, которые уменьшают оборачиваемость.

Продисконтировав полученные денежные потоки (EVA, FCFFO, EM)

можно получить рыночную стоимость компании. Однако наш анализ доказал, что не всегда расчетные подходы к оценке эффективности дают реальную картину процесса капитализации, более того, при условиях отрицательных и нисходящих cash flows (как в случае с EVA) стоимость предприятия нельзя оценить [5].

На самом деле эффективность предприятия, оцениваемая инвесторами в виде котировок акций, тесно коррелирует с чистой операционной прибылью и FCFFO. Одна дополнительная тысяча заработанной прибыли повышает цену акций на 0,17 грн. Причем самая большая связь между финансовыми показателями эффективности и оценкой инвесторов демонстрирует EM, увеличение которого на 1 пункт приводит к росту стоимости на каждую единицу вовлеченного капитала на 13,6 пунктов.

Расхождение между финансовыми индикаторами эффективности и рыночной оценкой возникает, на наш взгляд, вследствие существования инсайдерской информации на рынке, которая не всегда бывает верной, через стратегические интересы инвесторов (заинтересованность в доле на рынке и т.п.). Однако ценность анализа факторов эффективности нельзя переоценить, поскольку он дает возможность выявить и исправить слабые места в финансовой тактике предприятия и создать предпосылки для роста инвестиционной привлекательности и капитализации.

Литература

1. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства: Монографія. - К.: КНЕУ, 2002.
2. Микерин Г.М., Гребенников В.Т., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. - М: Интерреклама, 2003.
3. Опришко В.О. Формування ефективної акціонерної власності // Держ. інформаційний бюлетень про приватизацію. - 2000. - №9. - С 56-59.
4. Основы анализа и оценки бизнеса: Программа обучения оценщиков и преподавателей по оценке бизнеса. - М.: Институт экономического развития Мирового банка. – 2006
5. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. - М.: Финансы и стат., 2009.