УДК 338

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ МОДЕЛИРОВАНИЯ СИСТЕМЫ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ НА БАЗЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Петрова А.И., Заруднев А.И.

ФГБОУ ВПО «Волгоградский государственный технический университет», Волгоград, e-mail: petrova-lik91@mail.ru

Рассмотрена комбинация трехфокусной модели управления стоимостью и основных положений бенчмаркинга. Внедрение трехфокусной модели применительно к российскому рынку – достаточно сложный и трудоемкий процесс, затрагивающий исследовательские, методологические и организационные аспекты. В основе теоретического базиса данной модели лежит сравнение целевых показателей со значением среднего аналога. С практической же стороны рассматривается среднеэффективный бизнес в том или ином сегменте товарного рынка, также учитываются особенности рыночного механизма создания стоимости компании. Выявление причин отклонения стоимости бизнеса от среднеэффективного – основа принятия решения в рамках исследуемой системы управления стоимостью. Применение данной системы моделирования позволит компании использовать систематическое и оперативное управление стоимостью, а также достигнуть устойчивого положения как на российском, так и зарубежном рынке.

Ключевые слова: управление стоимостью, система управления стоимостью компании, трехфокусная модель управления, бенчмаркинг, среднеэффективный бизнес

STRATEGIC ASPECTS OF SYSTEM MODELING BASED ON DECISION VALAUE OF THE COMPANY

Petrova A.I., Zarudnev A.I.

FBGOU VPO «Volgograd State Technical University», Volgograd, e-mail: petrova-lik91@mail.ru

Tri-focus model is considered a combination of cost management and benchmarking guidelines. The introduction of Tri-focus model to the Russian market is sufficiently complex and time-consuming process involving research, methodological and organizational aspects. The theoretical basis of this model is based on comparison with target value of the average analog. From a practical hand, we consider average effective business in a particular segment of the commodity market also we take into account peculiarities of corporate value creation within market mechanism. The process of identifying the causes of deviations business value from average business is the base of decisions within studied system of cost management. The application of this modeling system will allow the company to use a systematic and efficient cost management, and achieve a stable position in the domestic market and abroad.

Keywords: cost management, value-based management system, tri-management model, benchmarking, average effective business

Динамично развивающаяся внешняя среда организации, рост рынков капитала и усиливающаяся конкуренция на товарных рынках ставят перед современным бизнесом все более трудные управленческие задачи, решение которых связывают с ростом ценности управляемого бизнеса. Управление стоимостью компании – пример классического инструмента комплексной системы принятия решений, в рамках которой возможно принятие решения наиболее актуальных задач современного российского бизнеса (реорганизация, продажа и покупка бизнеса, оценка различных методов финансирования).

Цель исследования состоит в том, чтобы проанализировать и адаптировать систему принятия решений на российском рынке.

Традиционная корпоративная модель бизнеса больше не отвечает требованиям компаний, которые отчитываются перед инвесторами и другими заинтересованными сторонами. Так, к основным недостаткам существующей модели оценки стоимости компании можно отнести следующие:

– сложность применения одного лишь сравнительного подхода в условиях дефицита достоверной информации о сделках по продаже того или иного бизнеса;

– высокая частота использования манипуляций в вопросе превалирования в весах того или иного подхода, что дискредитирует результат расчетов из-за возможного широкого диапазона стоимостей;

– в основе традиционной методики лежит преимущественно количественная интервальная оценка, которая не характеризует качественную сторону полученных значений.

Ключевая особенность инструмента управления стоимостью как части системы управления предприятием – его «консолидирующая» функция, способность соединять разрозненные элементы и инструменты управления (стратегия и бизнес-планы компании, управление рисками, отчетность, менеджмент и корпоративное управление) в стройную систему управления. Подобное соединение становится возможным благодаря единству цели системы – максимизации стоимости управляемого бизнеса.

Система управления стоимостью компании представляет собой комплекс методов и моделей, которые позволяют принимать управленческие решения, повышающие целевой показатель стоимости бизнеса. Данное исследование строится на методе моделирования системы принятия решений на базе стоимости компании. В основе описываемой системы лежат базовые принципы стоимости оценки акций, сформулированные и развитые в работах М. Миллера, Ф. Модильяни, У. Шарпа и Дж. Гордона, А. Дамодарана. Попытки построения подобной системы имеются и в российской научной среде. Примером может служить трехфокусная модель управления стоимостью [1, 2].

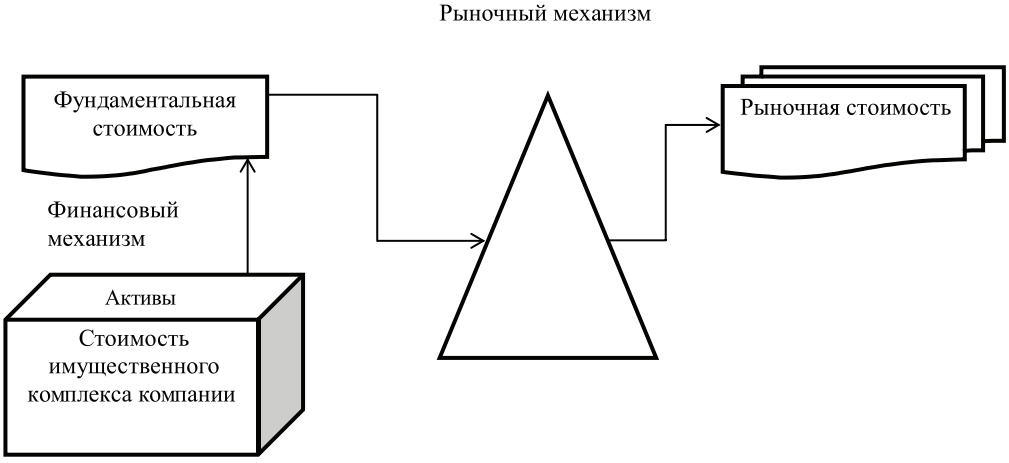
Внедрение трехфокусной модели управления стоимостью подразумевает проведение целого комплекса управленческих мероприятий, как исследовательских и методологических, так и организационных.

Первый фокус указанной модели [1] соответствует доходному подходу в оценке бизнеса и ориентирован на финансово-экономическую деятельность предприятия. Он определяет, что стоимость компании формируется как сумма денежных потоков, которые способен генерировать бизнес. Такая стоимость в литературе обозначается как фундаментальная [5]. Фокус второго, рыночного подхода рассматривает стоимость компании через призму среднерыночной оценки бизнеса, подобного анализируемому. Эта оценка стоимости может быть определена как рыночная. Третий фокус приравнивает стоимость компании к стоимости ее активов (или чистых активов, с учетом рыночной оценки всего имущества и чистого долга).

Комбинация трехфокусной модели управления стоимости и основных положений бенчмаркинга положена в основу предлагаемой системы принятия решения на базе стоимости компании. Под бенчмаркингом следует понимать современный метод анализа, основанный на сравнении целевого показателя со значением среднего аналога. В описываемой системе в качестве среднего аналога принимается среднеэффективный бизнес в схожем сегменте товарного рынка, в котором функционирует анализируемая компания. Под среднеэффективным бизнесом следует понимать бизнес, генерирующий средний уровень денежных потоков при данном уровне развития технологий и конкуренции на товарных рынках, рынках активов и капитала. Таким образом, в рамках предлагаемой системы управления стоимостью любое принимаемое решение должно рассматриваться с точки зрения создания или разрушения стоимости относительно ее среднеэффективного эквивалента.

В основе предлагаемой системы лежит модель бизнеса компании, представленная на рисунке.

Весь процесс создания стоимости компании разделяется на три основных этапа (рисунок). На первом этапе происходит формирование имущественного комплекса компании, стоимость которого складывается из стоимости активов рассматриваемого бизнеса за вычетом чистого долга.



Графическая модель влияния фундаментальной стоимости и стоимости имущественного комплекса компании на рыночную стоимость. Источник: авторский, по материалам [1].

Базовая формула, лежащая в основе предлагаемой системы, может быть записана в виде ключевой формулы оценки:

$$V = V_f \cdot Y_f + V_m \cdot Y_m + V_a \cdot Y_a, \qquad (1)$$

где V – целевая функция стоимости среднеэффективного бизнеса; V_f – стоимость компании, рассчитанная через мультипликатор фундаментальной стоимости; Y_f – коэффициент значимости показателя V_f; V_m – сто-

имость компании, рассчитанная через рыночный мультипликатор; Y_m – коэффициент значимости показателя V_m; V_a – стоимость компании, рассчитанная через мультипликатор по активам; Y_a – коэффициент значимости показателя V_a.

Под мультипликатором в формуле (1) следует понимать некоторый расчетный показатель, характеризующий масштабы создаваемой стоимости в рамках соответствующего подхода. Общая формула для расчета стоимости через мультипликатор может быть записана так:

$$V_i = P_i \cdot B_{i,i} = [1; 3], \qquad (2)$$

где V_i – стоимость компании, рассчитанная через i-й мультипликатор; P_i – расчетное значение мультипликатора; B_i – показатель базы мультипликатора.

На базе формулы стоимости для среднеэффективного бизнеса (1) может быть выведена формула стоимости целевого, управляемого бизнеса (3), отличающаяся от среднеэффективного поправочными коэффициентами, которые определяются особенностями его деятельности. Формула (3) может быть положена в основу всей системы управления стоимостью на анализируемом предприятии:

$$V = V_f \cdot Y_f \cdot B_f + V_m \cdot Y_m \cdot B_m + V_a \cdot Y_a \cdot B_a, \qquad (3)$$

где B_f, B_m, B_a – поправочные коэффициенты для фундаментальной стоимости, рыночной стоимости и стоимости активов соответственно.

Формирование и применение формулы (3) на практике может происходить в четыре этапа:

1. Определение базы мультипликатора согласно трем основным подходам оценки.
2. Расчет значения мультипликатора для формулы (2).
3. Определение поправочных коэффициентов для формулы стоимости целевого бизнеса (3).
4. Определение коэффициента значимости *i*-й расчетной стоимости в формуле (1).

Согласно затратному подходу стоимость имущественного комплекса (стоимость активов) может быть определена как сумма затрат, необходимых для воссоздания бизнеса, аналогичного оцениваемому. При осуществлении капитальных инвестиций в некоторый бизнес размер инвестиций будет определяться его планируемыми масштабами и, соответственно, размерами устанавливаемых производственных мощностей. Кроме того, необходимо учесть значение чистого долга.

В качестве значения мультипликатора можно принять среднеэффективные капитальные вложения как денежное выражение капитальных затрат, производимых в пределах рынка активов, ограниченного временными и территориальными рамками. Для мультипликатора активов поправочный коэффициент связан с анализом непрофильных активов компании, добавляющих стоимость имущественному комплексу, а также его физическим износом, который, напротив, уменьшает стоимость активов относительно среднеэффективных аналогов. Для среднеэффективного бизнеса такой коэффициент принимается равным 1,0; его повышение или понижение будет определяться резервами роста или снижения стоимости целевого бизнеса. По сути, они являются объектами управления всей системы управления стоимостью компании.

В качестве базы мультипликатора по фундаментальной стоимости удобно пользоваться выручкой компании как показателем, который воплощает индивидуальные особенности бизнеса на товарных рынках, а именно – спрос и цену отпускаемой продукции, или в случае однородности рынка – количество отпускаемой продукции. Рассмотрим формулу для значения мультипликатора, который должен отражать возможности среднеэффективного бизнеса создавать операционный денежный поток. Для этого необходимо воспользоваться методом капитализации дохода, который является частным случаем метода дисконтирования, когда величина годового операционного денежного потока (3) не меняется [4]:

$$V_f = F_i/(k - g), \qquad (4)$$

где F_i – годовой денежный поток; g – годовой темп роста денежного потока.

В случае если компания осуществляет капитальные вложения только для восполнения имеющегося основного капитала, операционный денежный поток равен чистой прибыли:

$$F_i = R_i \rightarrow \begin{cases} F_i = R_i - (C_c - C_d) - \Delta C_{wc} = R_i; \\ C_c = C_d; \\ \Delta C_{wc} = 0, \end{cases} \qquad (5)$$

где R_i – годовая чистая прибыль; C_c – капитальные вложения; C_d – амортизационные отчисления; ΔC_{wc} – расходы на рост неденежной части оборотного капитала.

В свою очередь, чистая прибыль должна выражаться через показатели, средние статистические значения которых доступны для оценки (5). Оптимальный вариант достигается тогда, когда финансовый результат выражен через ключевые факторы стоимости бизнеса. Однако в этом случае не всегда будет доступна статистика по значениям факторов для среднеэффективного бизнеса.

$$R_i = Q_i \cdot (P_o - K_e \cdot P_{vc} - K_i \cdot P_{vc}), \qquad (6)$$

где Q_i – количество реализуемой продукции на товарном рынке при полной загрузке производственных мощностей; P_o – средняя цена реализации продукции на рынке-аналоге; K_e – показатель технологической эффективности производства; P_{vc} – средняя цена используемых переменных ресурсов; K_i – показатель загрузки производственных мощностей; P_{vc} – средние удельные постоянные расходы в расчете на единицу отпуска.

Под средней технологической эффективностью производства понимают отношение отпуска продукции к натуральным затратам переменного сырья, приведенные к одинаковым единицам измерения.

Поправочный коэффициент по фундаментальной стоимости будет определяться особенностями экономического и производственного управления бизнесом. Например, коэффициент может быть повышен за счет технологических нововведений, снижающих ресурсные затраты по сравнению с аналогичными технологиями. Выявление причин отклонения стоимости бизнеса от среднеэффективного является основой принятия решения в рамках описываемой системы управления стоимостью.

Наиболее очевидным является выбор базы для третьего мультипликатора в формуле (2). Она совпадает с базой натурального рыночного мультипликатора, который используется при оценке аналогичных компаний на фондовом рынке. Управление ожиданиями является обязательной частью третьего фокуса любой модели управления стоимостью [1]. Это особенно важно, когда рынок некорректно оценивает стоимость компании по причине непонимания особенностей его бизнеса и, как следствие, ошибочного выбора базового мультипликатора. Для российского рынка примером является оценка тепловой генерации через показатель установленной электрической мощности.

На практике при формировании ключевой формулы оценки бизнеса (1) наибольшую трудность представляет реализация четвертого этапа – определение коэффициентов значимости стоимостей, получаемых в рамках трех подходов оценки бизнеса. Экспертное назначение таких коэффициентов, принятое в практике оценки бизнеса, является некорректным. В предлагаемой формуле значимость каждого мультипликатора должна определяться структурой стоимости рассматриваемого бизнеса, а также применяемыми методиками оценки. Ключевое значение имеют предположение об эквивалентности методик оценки бизнеса, а также положенная в основу управления модель бизнеса компании (рисунок).

При определении коэффициентов значимости следует решить следующие основные вопросы:

1. Эквивалентность методов оценки на базе остаточных доходов и методов дисконтирования денежных потоков.

2. Анализ эффективности фондового рынка и оценка разрыва между рыночной и фундаментальной стоимостью компании.

3. Корректировка балансовой стоимости активов компании на рыночную оценку.

Решение перечисленных вопросов лежит в основе определения коэффициентов значимости в ключевой формуле оценки бизнеса и всей основанной на ней системы принятия решений.

Таким образом, следует отметить следующие основные области применения трехфокусной модели управления стоимостью. В повседневной практике управления она может способствовать:

– более обоснованному принятию инвестиционных решений;

– управлению долгосрочного фокуса развития компании и закреплению его с помощью разработки взаимоувязанных показателей эффективности и программ мотивации персонала;

– демонстрации потенциала роста как источника ценности;

– формализации управления эффективностью;

– пониманию ожиданий инвесторов (акционеров) [6].

В связи с этим необходимо выделить основные преимущества исследуемой модели управления стоимостью: объективная и рациональная оценка деятельности компании высокий уровень многоаспектности осуществляемых оценок стоимости компаний, является наглядным инструментом управления стоимостью компании, расширение диапазона аналитических возможностей при применении его наряду с традиционными моделями и подходами.

В свою очередь, систематическое и оперативное управление стоимостью позволит достигнуть компании устойчивого положения, совместив при этом приоритетность

стратегического планирования и эффективное управление текущей хозяйственной деятельностью бизнеса компании.

Список литературы

1. Дамодаран А. Дамодаран по оценке: Анализ безопасности по инвестициям и корпоративным финансам. – Нью-Йорк, 2004.

2. Пузов Е.Н. Современный инструментарий оценки и анализа эффективности бизнеса. Трехфокусная модель управления стоимостью: монография. Нижегород. гос. ун-т. – Нижний Новгород, 2006.

3. Пузов Е.Н. Принятие управленческих решений на основе трехфокусной модели управления стоимостью компании: монография. Нижегород. гос. ун-т. – Нижний Новгород, 2007.

4.Томпсон А.А., Стрикленд А.Д. (2006). Стратегический менеджмент. Концепции и ситуации для анализа. 12-е изд. М.: Вильямс.

5. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бэйли. Инвестиции: пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2003.

6. Фишмен Дж., Пратт Ш. Руководство по оценке стоимости бизнеса: пер. с англ. – М.: Изд-во «Квинто-консалтинг», 2000.

References

1. Damodaran A. Damodaran on valuation: Security analysis for Investment and Corporate Finance. New York &John Wiley & Sons, Inc., 2004.

2. Puzov E.N. Modern tools for assessing and analyzing business performance. Tri-focus value management model: monograph. Nizhniy Novgorod. Reg. Univ. Nizhny Novgorod, 2006.

3. Puzov E.N. Managerial decision-making model based on the Tri-focus company value management: monograph. Nizhniy Novgorod. Reg. Univ. Nizhny Novgorod, 2007.

4. Thompson A.A., Strickland AD (2006). Strategic management. Concept and situation analysis. 12th ed. M. Williams.

5. William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffrey W. Bailey. Investments: Per. from English. Moscow: INFRA-M, 2003.

6. Fishman J., Pratt S. Guidelines for estimating costs of business: Per. from English. – M.: Publishing house «Quinto – Consulting», 2000.

Рецензенты:

Мерзликина Г.С., д.э.н., профессор, заведующая кафедрой «Экономика и управление», Волгоградский государственный технический университет, г. Волгоград;

Сидунова Г.И., д.э.н., профессор, заведующая кафедрой экономики и менеджмента, ФГБОУ ВПО «Волгоградский государственный социально-педагогический университет», г. Волгоград.

Работа поступила в редакцию 18.04.2014.