

УДК 657.922:332.28

Е. В. Россоха, ассистент (БГТУ)**УПРАВЛЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЕМ НА ОСНОВЕ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ**

В статье рассматриваются вопросы управления на основе максимизации стоимости. Автор отмечает, что для увеличения стоимости предприятия необходимо максимизировать его денежные потоки. Для чего необходимо управлять факторами стоимости предприятия. В данном исследовании автор предлагает использовать стратегию создания экономической добавленной стоимости (EVA) и методику сбалансированной системы показателей.

This article considers questions of value-based management. Author marks, that for increasing of the enterprise value it is necessary to maximize its cash-flow. For this it is necessary to influence on value drivers. In this research, author establishes balance scorecard method and EVA-based strategy to create enterprise value.

Введение. В условиях экономических отношений, трансформировавшихся в результате мирового финансового кризиса, менеджеры предприятия должны переосмыслить стратегию развития бизнеса, найдя рациональное соотношение между текущими критериями эффективности и долгосрочными целям его развития. Одним из инструментов, позволяющих обеспечить успешность бизнеса в долгосрочном периоде, является стратегия управления предприятием, основанная на создании (наращивании, максимизации) его стоимости.

Рассматриваемая в статье стратегия развития предприятия преследует решение нескольких задач.

1. Создание предпосылок для долгосрочного прибыльного развития предприятия.

Решение этой задачи основано на том, что стратегический (долгосрочный) успех деятельности предприятия определяется величиной стоимости, которую она создает в глазах основных заинтересованных сторон (собственники, инвесторы и др.) [1, 2, 3, с. 584].

2. Повышение привлекательности предприятия для потенциальных инвесторов.

Особую значимость управления бизнесом на основе создания стоимости приобретает, если посмотреть на бизнес с позиции инвестора. «Если в стране экономика не ориентирована на максимальное повышение стоимости компаний, инвесторы получают меньшую отдачу от вложенного капитала, то капитал “бежит” из страны, компании испытывают недостаток в инвестициях, страна все больше и больше отстает во всемирной конкуренции» [4].

3. Согласование долгосрочных и краткосрочных, финансовых, операционных и других показателей развития предприятия.

В исследованиях Т. Коупленда, Дж. Мурриана [5] показано, что управление на основе максимизации стоимости не противоречит иным целям развития предприятия (бизнеса), таким, как рост прибыли, рентабельности, производительности труда и др.

В работах других авторов [6, 7] отмечается, что рост стоимости бизнеса является результатом сбалансированного развития предприятия, в процессе которого реализуется достижение и выполнение общепринятых целей (рост прибыли, рентабельности и производительности труда, снижение затрат).

Основная часть. Для успешного использования стратегии наращивания стоимости менеджерам важно понимать:

- 1) как измерять стоимость предприятия;
- 2) что означает «управление для создания стоимости»;
- 3) каким образом можно управлять факторами стоимости предприятия.

Как измерять стоимость предприятия?

Для оценки стоимости предприятия принято использовать следующие подходы и методы [8]:

Доходный подход в условиях Республики Беларусь подразумевает применение двух методов: прямая капитализация и капитализация по норме отдачи (дисконтирование денежных потоков). *Сравнительный подход*, называемый в оценке бизнеса методом компании-аналога, базируется на допущении, что наибольшая стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, которая может быть получена за аналогичное предприятие. Чаще всего применяются следующие методы: рынка капитала (компании аналога); сделок (продаж); мультипликаторов (отраслевых коэффициентов). В рамках *затратного подхода* могут использоваться следующие методы расчета стоимости предприятия: накопления активов; скорректированной балансовой стоимости; ликвидационной стоимости.

Использование вышеобозначенных подходов позволяет провести расчет стоимости предприятия, что является первым шагом в организации на предприятии системы управления на основе создания стоимости.

Что означает «управление для создания стоимости»?

Концепция «Управление стоимостью компаний» (Value based management, VBM) появилась

в середине 1980-х в США. В работе [3, с. 584] приведено следующее определение: «управление для создания стоимости – это максимальное повышение долгосрочной способности организации генерировать денежные средства». Это и логично, так как способность предприятия генерировать денежные средства позволяет решать краткосрочные (выплату части прибыли собственникам) и долгосрочные (возможность реинвестировать в будущее) цели. Как отмечает Дж. Джонсон [3, с. 583], для достижения стратегического успеха менеджерам предприятий приходится реализовывать следующие направления: создавать стоимость для собственников, финансировать стратегическое (долгосрочное) развитие предприятия и оправдывать финансовые ожидания заинтересованных сторон (банкиров, поставщиков, служащих, общества, потребителей). Эти направления реализуются в процессе управления стоимостью бизнеса. А стоимость компании определяется долгосрочной способностью организации генерировать денежные средства, которая, в свою очередь, зависит от управления большим количеством разных факторов. Существуют различные классификации факторов, определяющих величину создаваемой стоимости. Например, в [3, с. 584–585] речь идет о трех факторах: доход от основной деятельности за вычетом затрат на производство и реализацию, инвестиции в активы (или реализация активов), затраты на финансирование (плата за заемные средства). В работе [9] выделяется семь факторов создания стоимости: выручка (Revenue), рентабельность продаж (Operating Margin), уровень налогов (Cash Tax Rate), долгосрочные капитальные затраты (Incremental Capital Expenditure), инвестиции в оборотный капитал (Investment in Working Capital), затраты на привлечение капитала (Cost of Capital) и период получения доходов, превышающих стоимость капитала (Competitive Advantage Period или value-growth duration).

Причем Нивен Пол Р. [7, с. 114–115] подчеркивает важность учета затрат, связанных с возвратом вложенных средств, и приводит пример, что при получении компанией прибыли стоимость бизнеса будет уменьшаться, если стоимость капитала на новые инвестиции достаточно высока. Рост стоимости предприятия происходит лишь тогда, когда оно получает отдачу от инвестированного капитала, превышающего затраты на привлечение капитала.

Таким образом, «управление для создания стоимости» основано на принципе экономической прибыли, то есть оценки результата компании с позиций ее альтернативных издержек – упущенной выгоды или прибылей, утраченных в альтернативных вариантах вложения капитала компании

из-за ограниченности ее ресурсов. Корректная аналитическая модель компании, действующей в рыночной среде, должна предусматривать упущенную выгоду как неявный компонент расходов, «незаметный» в бухгалтерском учете, требующий анализа дополнительных данных, выходящих далеко за пределы компании. Таким образом, создается концепция результатов деятельности компании на основе экономической прибыли, которая в отличие от бухгалтерской, включает сопоставление с упущенными выгодами.

Концепция экономической прибыли нашла выражение в модели экономической добавленной стоимости (Economic Value Added; EVA), разработанной американцами Джоуэлом Стерном и Беннетом Стюартом [10].

EVA может быть представлена в нескольких вариантах расчетов:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot I = \\ = (ROIC - WACC) \cdot I = Spread \cdot I,$$

где NOPAT (net operating profit after tax) – прибыль от основной деятельности после налога на прибыль; WACC (weighted average cost of capital) – средневзвешенные затраты на капитал; I (investment) – инвестированный капитал; ROIC (return on investment capital) – рентабельность инвестированного капитала; Spread (спрэд) – разница между ROIC и WACC.

Следует отметить, что добавленная стоимость (англ. Value Added) создается лишь в случае превышения рентабельности инвестированного капитала (ROIC) над средневзвешенными затратами на капитал (WACC), то есть стоимость предприятия увеличивается, если $ROIC > WACC$, и уменьшается, если $ROIC < WACC$.

В случае отрицательного спреда требования инвесторов не выполнены, их альтернативные варианты вложений в другие компании были бы более удачными. В этом случае стоимость для инвесторов этой компании не только не добавлена, но и частично разрушена. EVA становится отрицательной величиной и показывает снижение инвестиционной стоимости компании. Если фактическая доходность инвестированного в компанию капитала совпадает с альтернативной или требуемой инвесторами, спрэд равен нулю, а стоимость не добавлена, но и не разрушена для инвесторов этой компании. Для достижения положительного спреда следует максимизировать ROIC.

Каким образом можно управлять факторами стоимости предприятия?

Управление факторами стоимости на предприятии может быть реализовано в три этапа.

1-й этап. Выделение ключевых факторов стоимости.

2-й этап. Согласование факторов стоимости между собой.

3-й этап. Создание подразделения для мониторинга EVA и анализа тенденций ее изменения в процессе функционирования предприятия.

Первый этап, связанный с определением ключевых факторов стоимости, можно решить путем разработки схемы анализа параметров, входящих в формулу (1) [11, с. 284–291].

Второй этап – согласование ключевых факторов стоимости между собой – можно реализовать посредством разработки сбалансированной системы целей и показателей, алгоритм реализации которой приведен в [7]. Один из вариантов карты сбалансированной системы целей и показателей, представленной в [12], включает в себя пять групп: работа с персоналом (обучение и развитие); внутренние бизнес-процессы; взаимодействие с потребителями; финансовая составляющая; увеличение стоимости бизнеса (предприятия).

Третий этап – создание подразделения для мониторинга EVA и анализа тенденций ее изменения в процессе функционирования предприятия – может быть реализован путем привлечения временной группы специалистов (в наших условиях ими могут являться оценщики) либо создания внутреннего подразделения по оценке и управлению стоимостью. Второй вариант реализации может быть приемлем по нескольким причинам. Во-первых, специалисты по внутренней оценке имеют более полное знание документации, структуры предприятия, его индивидуальных проблем. Во-вторых, возможности реализации предложений по повышению EVA более вероятны, если они выработаны и будут реализовываться собственными специалистами.

При этом вне зависимости от варианта реализации предстоит решить следующие задачи.

1. Создание и совершенствование моделей и приемов управления стоимостью с учетом особенностей предприятия и его отдельных подразделений.

2. Определение источников и порядка подготовки необходимой информации, организация информационного обмена, порядка составления отчетности внутри предприятия и обработки данных.

3. Подготовка персонала предприятия к использованию управления на основе создания стоимости.

4. Обработка информации, обобщение результатов управления стоимостью предприятия.

Заключение. Управление стоимостью бизнеса ставит целью максимальное повышение долгосрочной способности организации генерировать денежные средства. Следовательно, необходимо выявлять факторы, формирующие денежные потоки предприятия, для последующего воздействия на них.

Управление факторами стоимости может реализовываться посредством разработки схемы анализа факторов стоимости и сбалансированной системы целей и показателей.

Применение управления на основе создания стоимости при использовании показателя EVA повысит инвестиционную привлекательность предприятия и будет являться основой для благополучного развития предприятия в долгосрочном периоде.

Литература

1. Rappaport, A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. – 2nd Edition. – New York: Free Press, 1998. – 205 p.

2. Rappaport, A. *Ten Ways to Create Shareholder Value* // *Harvard Business Review*. – 2006. – September.

3. Джонсон, Дж. *Корпоративная стратегия: теория и практика*: пер. с англ. – 7-е изд. – М.: ООО «И. Д. Вильямс», 2007. – 800 с.

4. Баяндин, Э. *Управление стоимостью как фактор развития экономики страны* / Э. Баяндин // *Северо-западное общество оценщиков [Электронный ресурс]*. – 2004. – Режим доступа: http://www.nwsa.ru/pub/12/136_1.php. – Дата доступа : 23.09.2009.

5. Коупленд, Т. *Стоимость компаний: оценка и управление* / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М.: ЗАО «ОЛИМП-БИЗНЕС», 1999. – 576 с.

6. Аксенов, А. П. *Факторы стоимости в стратегическом управлении имуществом предприятий* // *Вопросы статистики*. – 2007. – № 4. – С. 86–92.

7. Нивен, Пол Р. *Сбалансированная система показателей – шаг за шагом: Максимальное повышение эффективности и закрепление полученных результатов* / Р. Пол Нивен. – Днепропетровск: Баланс-Клуб, 2003. – 328 с.

8. *Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка предприятий как имущественных комплексов (бизнеса): СТБ/ОР 52.1.01–2007*. – Режим доступа: <http://www.ino.by>. – Дата доступа: 25.03.2009.

9. Bender, R. *Corporate Financial Strategy* / Ruth Bender, Keith Ward. – 3rd edition. – 2008. – P. 17.

10. Stern, Joel M. *The EVA challenge: implementing value added change in an organization* / Joel M. Stern, John S. Shiely, Irwin Ross. – Wiley. – 1 edition (February 2, 2001). – 240 p.

11. Коупленд, Т. *Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании* / Т. Коупленд, А. Долгофф. – М.: Эксмо, 2009. – 384 с.

12. Косачев, А.В. *Управление стоимостью компании на основе теории заинтересованных сторон и многокритериальной теории полезности* // *Вопросы оценки*. – 2003. – № 3. – С. 28–34.

Поступила 19.07.2010