

НЕКОТОРЫЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

Владимир САВЧУК

Кафедра бухучёта и экономической информатики

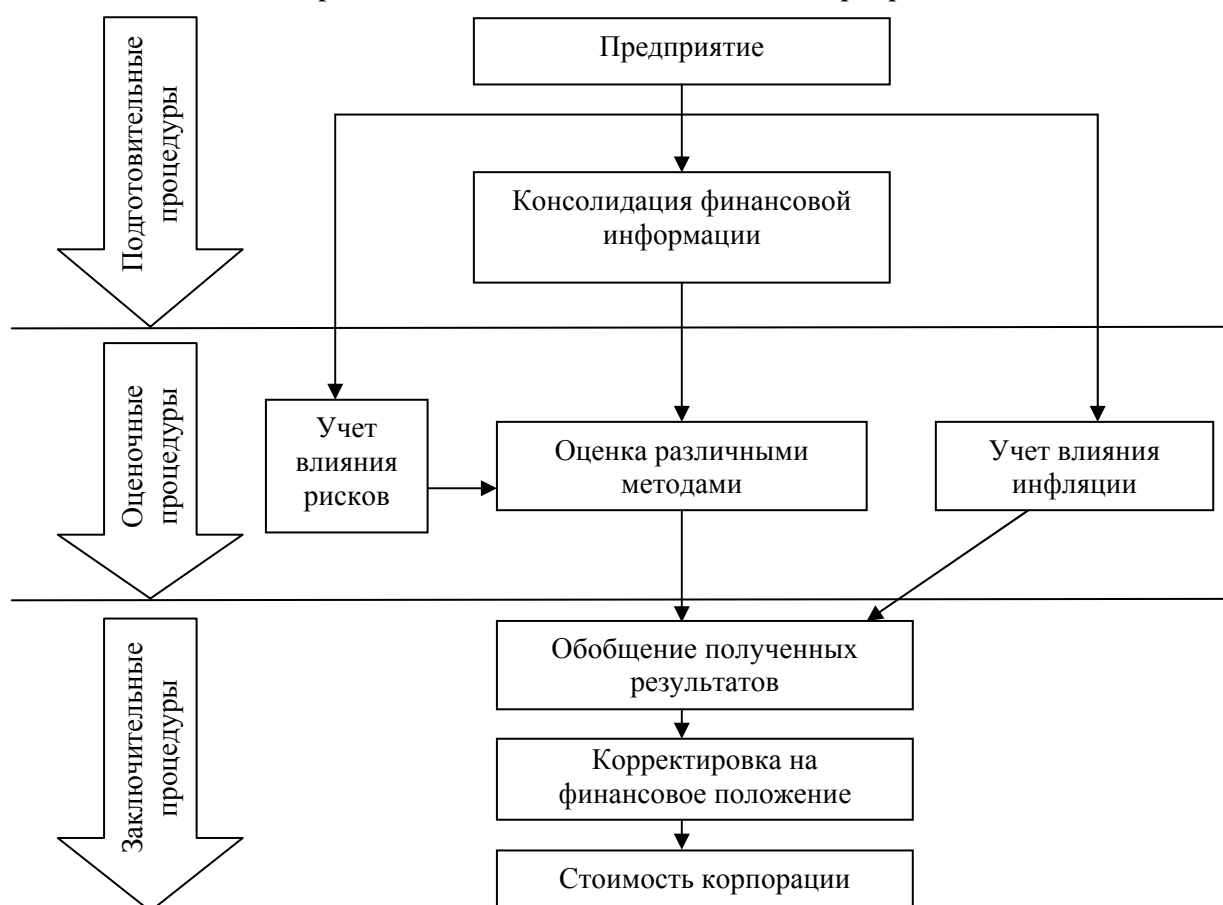
Analiza abordărilor teoretice și practice în domeniul managementului strategic și al managementului valorii a arătat că sunt multe probleme nerezolvate. În primul rând, la multe întreprinderi din Moldova lipsește sistemul de management strategic. Criteriile de eficiență utilizate pentru alegerea alternativelor strategice nu corespunde cerințelor contemporane ale pieței. În opinia noastră, această problemă poate fi rezolvată prin unirea gestiunii strategice cu teoria contemporană a managementului valorii întreprinderii.

The analysis of a condition of theoretical and practical workings out in the field of strategic management and management in cost, the studied aspects have allowed to reveal a number few. First, at many Moldavian enterprises there is no system of strategic management, and even under condition of its presence it has no accurate organisation. Used in practice for selection of strategic alternatives criteria of efficiency do not correspond to modern requirements of the market. In our opinion, the given problem can be solved by association of strategic management with the modern theory of management in cost of the company.

В научной литературе изложены основные принципы оценки стоимости компаний, однако методические аспекты их практического применения для целей анализа стратегических решений разработаны недостаточно полно. Упрощенная модель оценки корпорации как системы взаимосвязанных экономико-математических моделей представлена схемой 1.

Схема 1

Упрощенная модель оценки стоимости корпорации



Источник: адаптация автора на основе [1].

Большинство моделей оценки стоимости компании основываются на принципе дисконтирования потоков. Использование этого подхода предполагает, что количественное значение потоков всех дисконтируемых периодов точно известно. На практике выполнение данной предпосылки маловероятно, поскольку невозможно точно предсказать финансовые результаты деятельности компании в будущем. Поэтому для снижения потребности в использовании прогнозных значений, потоки можно разбить на два вида. На ближайшие несколько лет финансовые результаты фирмы прогнозируются детально для каждого периода. За более отдаленные перспективы отвечает один-единственный завершающий поток, который является упрощенным результатом деятельности фирмы в будущем.

Составление прогнозов в условиях нестабильной экономики – непростая задача. В некоторых странах довольно часто взамен прогнозов используют ретроспективные показатели и статическую модель результативного подхода, внося в нее соответствующие корректирующие коэффициенты. Такую модель нецелесообразно использовать в наших современных условиях, поскольку невозможно какими-либо корректирующими коэффициентами довести ретроспективные данные, соответствующие докризисному периоду, до прогнозных значений. Поэтому можно использовать подход, базирующийся только на прогнозных данных.

В процессе стратегического управления, основанного на принципах теории управления стоимостью, необходимо определение факторов, влияющих на ее увеличение, позволяющих проводить анализ стратегических альтернатив в условиях неопределенности и целенаправленно воздействовать на величину стоимости компании.

Важным моментом управления стоимостью является определение факторов стоимости, то есть тех параметров, изменяя которые предприятие может влиять на величину стоимости бизнеса. Выявление подобных управляемых «рычагов стоимости» позволит целенаправленно воздействовать на величину отдельных составляющих производственного процесса, зная цепочку создания стоимости. В результате будет решена задача определения важных факторов контроля, рассмотрения вариантов их позитивного изменения, характеристики связанных с ними рисков, что и предоставит необходимую платформу для принятия решений топ-менеджерами.

Традиционно факторы стоимости определяются разложением показателей, используемых при расчете стоимости компании, на отдельные составляющие. Подобный процесс может быть отражен в виде дерева с различными уровнями детализации. Здесь очень важно установить соподчиненность влияющих на стоимость компании показателей и выявить наиболее важные из них. Дерево факторов в общем случае для большинства компаний представлено схемой 2.

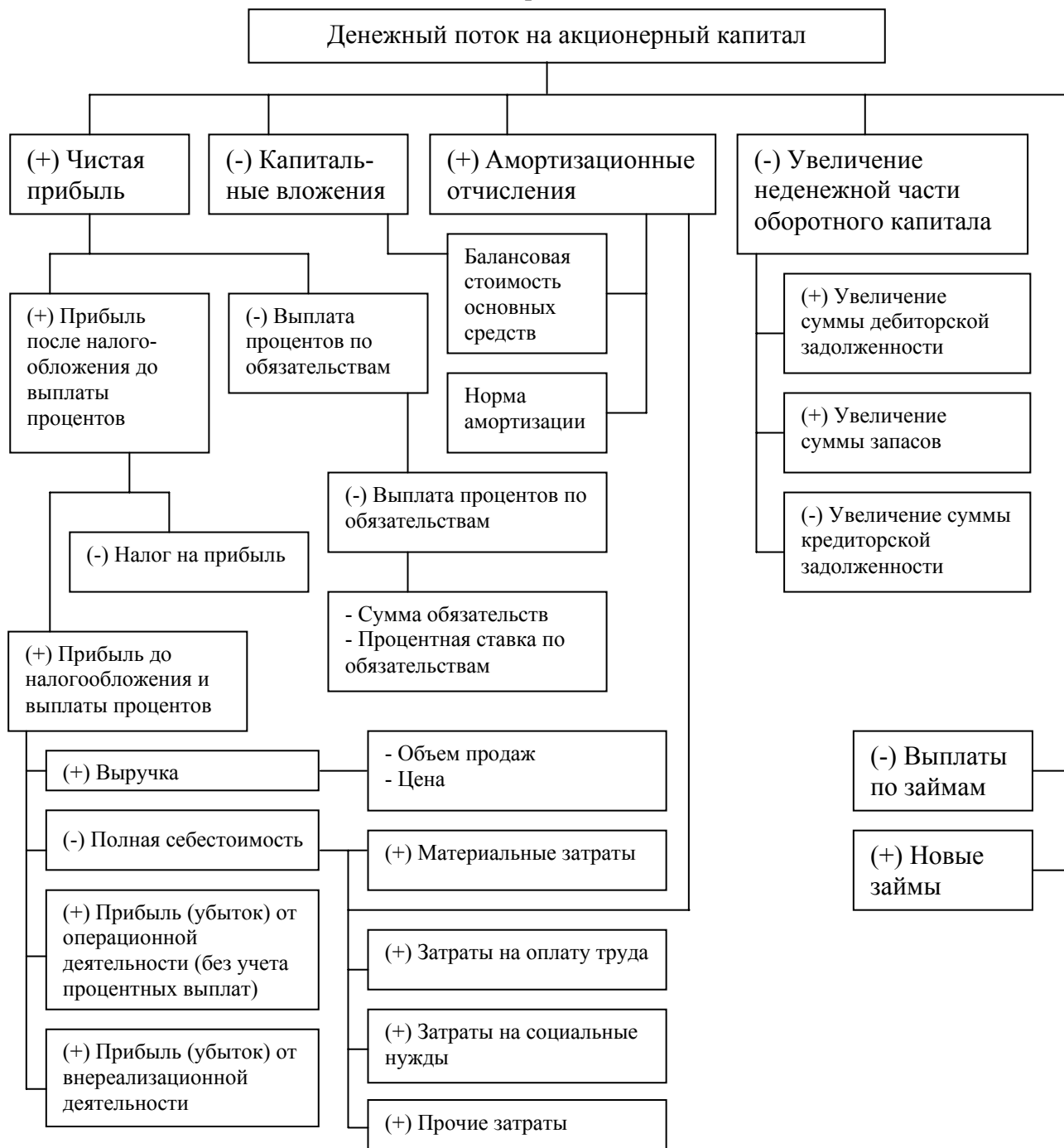
В выстраиваемое дерево могут быть включены не только количественные показатели, но и качественные. Необходимым условием в данном случае является возможность количественной оценки их влияния на один или группу количественных показателей.

Кроме такого общепризнанного принципа, как постепенное разложение показателей денежного потока на факторы стоимости, нами разработан иной способ их определения. Предложенный алгоритм основан на изучении возникающих в результате принятия определенного стратегического решения взаимосвязях между различными показателями деятельности. Разработанный алгоритм определения факторов стоимости состоит из следующих этапов:

1. Выявление непосредственно связанных с реализацией рассматриваемой стратегической альтернативы последствий внутри организации – факторов стоимости первого уровня. Определение характера влияния фактора реализации стратегической альтернативы на факторы стоимости первого уровня (положительное или отрицательное).
2. Определение связи факторов первого уровня с показателями, отражающими эффективность деятельности и изменение состава активов и пассивов предприятия.
3. Определение возможных финансовых последствий от изменения каждого из факторов второго уровня по показателям, связанным с доходами и расходами при производстве продукции, выполнении работ и оказании услуг.
4. Определение связи выявленных изменений в показателях, отражающих финансовые последствия, с показателями свободного денежного потока.
5. Определение количественных характеристик, отражающих степень влияния каждого из факторов на другие.

Схема 2

Факторы стоимости, входящие в показатель свободного денежного потока на акционерный капитал



Источник: адаптация автора на основе [2].

Не всегда изменения какого-либо фактора отражаются только на росте или уменьшении стоимости. Некоторые факторы могут одновременно создавать и уничтожать стоимость компании. Таким примером может быть рост стоимости активов, например, в результате переоценки. В данном случае происходит повышение амортизации, что увеличивает денежный поток за счёт уменьшения налогооблагаемой прибыли, но снижает его вследствие роста налога на недвижимость. Кроме того, происходит снижение рентабельности активов, что влечет за собой снижение темпов роста денежного потока.

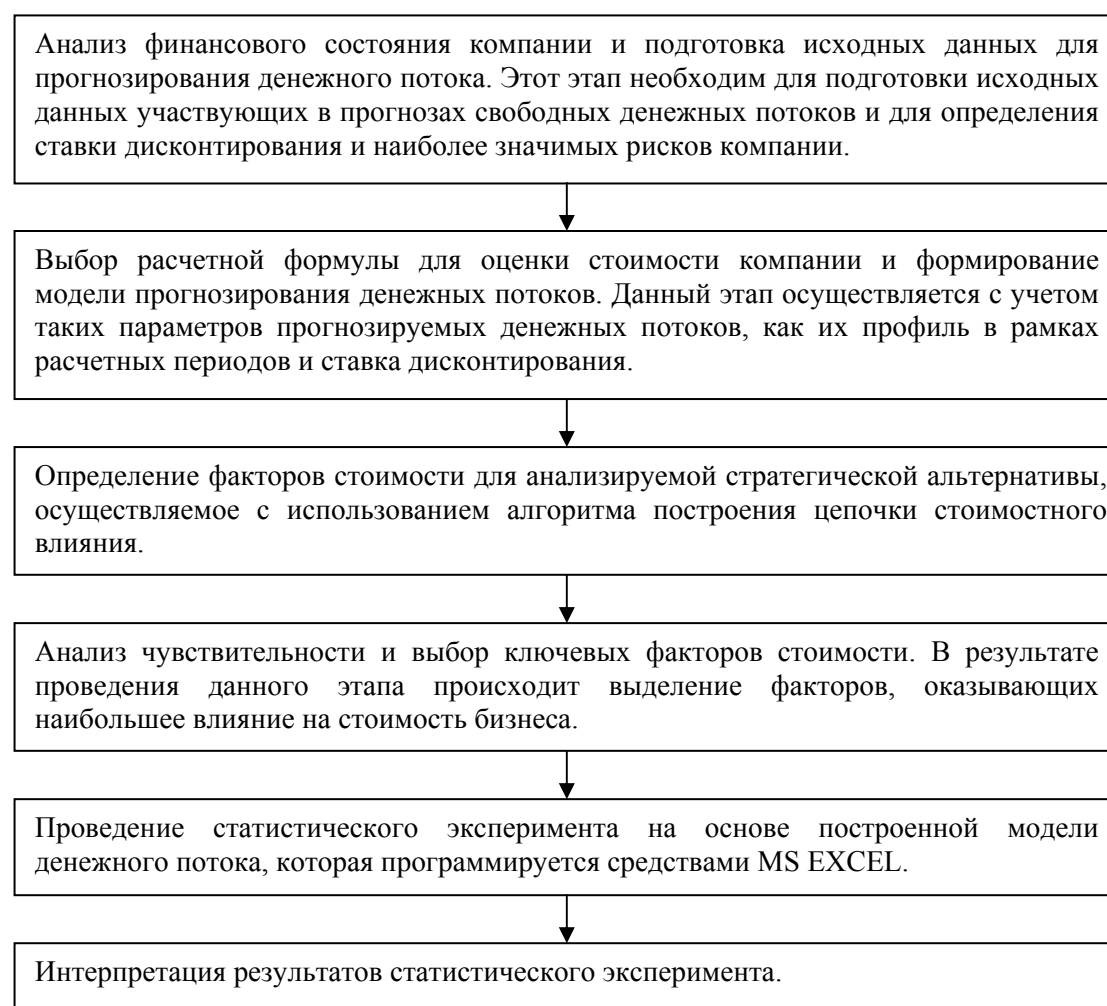
Следующим этапом в анализе факторов стоимости компании является определение ключевых факторов стоимости, то есть тех, изменение которых в наибольшей степени влияет на стоимость компании. Данная задача решается посредством применения одного из методов анализа рисков – анализа чувствительности. Проведенный на базе расширенной модели свободного денежного потока, с учетом выявленных факторов стоимости, анализ чувствительности показывает влияние изменения величины фактора на величину стоимости акционерного капитала в процентах (например, изменение величины ставки дисконтирования на 1% приводит к уменьшению стоимости компании на 2%). Это позволяет проранжировать выявленные факторы по степени их важности для определения ключевых факторов стоимости.

Важной задачей является учет неопределенности и риска. Хотя в данной сфере предпринято множество исследований, их результаты крайне редко применяются на практике по причине излишней сложности или отсутствия механизмов реализации. Для решения возникающих задач необходимо создание адекватного методического механизма анализа стратегических альтернатив, позволяющего объединить методы оценки стоимости компании и механизмы учета неопределенности исходных данных, а также выявить возможные пути повышения эффективности принимаемых решений.

Автором предлагается следующий механизм учета неопределенности при реализации стратегических альтернатив (см. схему 3).

Схема 3

Механизм учета неопределенности при реализации стратегических альтернатив



Источник: разработано автором.

Данный методический подход открывает новые возможности в принятии управленческих решений, позволяя с определенной степенью точности оценить прирост стоимости бизнеса в результате принятия решения с учетом нестабильности экономической ситуации.

Для разработки системы управления предприятием с позиции его стоимости недостаточно отладить процесс периодической оценки. Механизм управления созданием стоимости предприятия должен включать действия по экономическому анализу с целью выявления факторов, «движущих стоимость», последующей разработки и реализации стратегии, оказывающей наибольшее положительное влияние на ее величину.

Механизм управления процессами формирования стоимости функционирует непрерывно. При создании стоимости ничто не является окончательным, и все предварительные действия претерпевают изменения в зависимости от трансформации окружающей среды или появления новых возможностей, способных повысить стоимость фирмы. Вариабельность внутренней и внешней среды предприятия обуславливает необходимость соответствующих корректировок и алгоритмов принятия решений.

Еще одним аспектом оценки предприятия является учет всех факторов, которые оказывают или могут оказать в будущем влияние на стоимость фирмы, например – учёт инновационного потенциала фирмы. Мировой опыт свидетельствует, что осуществление инноваций позволяет не только стабилизировать доходы компании в меняющейся внешней среде, но и формировать новые рынки на основе новой продукции, что существенно увеличивает рыночную стоимость компании. Критерий роста стоимости организации в результате создания нового продукта может способствовать повышению инновационной активности молдавских предприятий.

Организация, осуществляющая научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР) и накопившая портфель разработок, которые могут быть реализованы в подходящий момент времени, имеет конкурентные преимущества и более высокую стоимость по сравнению с организациями с сопоставимым финансовым состоянием, но которые такого портфеля не имеют.

Следовательно, при оценке стоимости компаний и организаций, осуществляющих НИОКР, можно говорить о присущей им стратегической стоимости, которая складывается из стоимости компании, оцененной с помощью принятых в международной практике методов, и стоимости ее инновационного потенциала.

Под стоимостью инновационного потенциала понимается стоимость возможностей компании добиться в будущем доходов от использования нематериальных активов и ноу-хау, которые получены в результате научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, но не используются на момент оценки. Возможность компании получить в будущем доход от использования нового продукта рассматривается как реальный опцион. Компания, владеющая не используемыми на момент оценки положительными результатами НИОКР, обладает совокупностью реальных опционов той или иной стоимости. Следовательно, стоимость инновационного потенциала компании будет представлять собой сумму стоимостей реальных опционов.

Следовательно, можно сделать вывод, что если при оценке наших компаний не учитывать наличия у них реальных опционов на производство новых продуктов, то это приводит к недооценке стоимости компаний, особенно тех, которые работают на неустойчивых рынках, что не способствует их инвестиционной привлекательности и снижает мотивацию самих компаний и организаций к проведению НИОКР.

Необходимость исследования процесса формирования стратегической стоимости на основе инновационного развития обусловлена отсутствием научных разработок теоретического и прикладного характера по этой проблеме. Имеющиеся научные исследования связаны, в основном, с задачами роста стоимости в результате осуществления того или иного инвестиционного проекта. Однако проект предполагает конечность; основными критериями эффективности инвестиционных проектов является доходность и срок окупаемости. В некоторых обрабатывающих отраслях жизненный цикл продукции отличается большей продолжительностью. Поэтому проекты, реализуемые на первых этапах стратегии развития такого предприятия, могут иметь отрицательный чистый дисконтированный доход, но без их осуществления не могут быть реализованы следующие более эффективные проекты. Этим обусловлено рассмотрение понятия стратегической стоимости как самостоятельного экономического понятия.

Термин «стратегическая стоимость» предприятия подчеркивает особенности формирования стоимости в рамках долгосрочного и многоэтапного процесса реализации стратегии инновационного развития, учитывающего современное состояние предприятий. Таким образом, понятие стратегической стоимости представляет аналитическую оценку стоимости предприятия, основанную на прогнозных оценках доходности и степени риска по мере включения инновационных проектов в деятельность предприятия.

Введение понятий стратегической стоимости компании и стоимости ее инновационного потенциала позволяет избежать недооценки молдавских компаний в условиях недостаточного развития фондового рынка Молдовы.

Литература:

1. Павловец В.В. Модели оценки стоимости корпораций: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. - Санкт-Петербург, 2001.
2. Вожик С.В. Разработка методов оценки стоимости компании для принятия стратегических решений: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. - Москва, 2005.

Prezentat la 12.01.2010