

МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ФОРМИРОВАНИЮ ФИНАНСОВЫХ ЦЕЛЕЙ ДИВЕРСИФИКАЦИИ И ОЦЕНКЕ СТЕПЕНИ ИХ ДОСТИЖЕНИЯ

© 2010 С. В. Алексеев*

Ключевые слова: методические подходы, финансовые цели, диверсификация, трансформация, предпринимательская деятельность, инвестиции, эффективность, цели, экономическая прибыль, шкалирование.

Обоснованы методические подходы к формированию целей диверсификации производства и оценке степени их достижения.

Самой важной проблемой, которая встает перед интегрированной бизнес-структурой, является целесообразность ее существования, которая может быть определена на основе финансового подхода к управлению.

Ключевым мотивом осуществления предпринимательской деятельности является монетизация предпринимательской идеи, трансформация ее в источник получения дохода. Для того чтобы собственники (инвесторы) получили доход, их средства должны быть трансформированы в активы бизнеса. Это требует последовательного осуществления инвестиций (рис. 1). На первом этапе собственники осуществляют финансовые инвестиции, приобретая права участия в юридическом лице, осуществляющем предпринимательскую деятельность (осуществляющем бизнес). На втором этапе менеджеры этого юридического лица принимают решения об осуществлении реальных инвестиций, то есть о создании объекта предпринимательской деятельности - предприятия. Предприятие как имущественный комплекс представляет собой

совокупность активов, оборот которых генерирует денежные потоки и формирует добавленную стоимость и прибыль. Для осуществления реальных инвестиций используются как средства собственников, так и заемные источники¹.

Для собственников бизнес является инвестиционным товаром, т.е. товаром, в который капитал вкладывается ради получения отдачи в будущем, при этом величина ожидаемой отдачи не известна, зависит от ситуации на рынке и качества управленческих решений и, соответственно, имеет вероятностный характер.

Диверсификация должна обеспечить больше, чем просто распределение риска предпринимательской деятельности, осуществляемой компанией, путем инвестирования средств в разные отрасли. Акционеры могут достичь той же диверсификации риска путем покупки акций фирм, функционирующих в разных отраслях. Диверсификация целесообразна, когда суммарная прибыль корпорации будет больше, чем суммарная прибыль от-

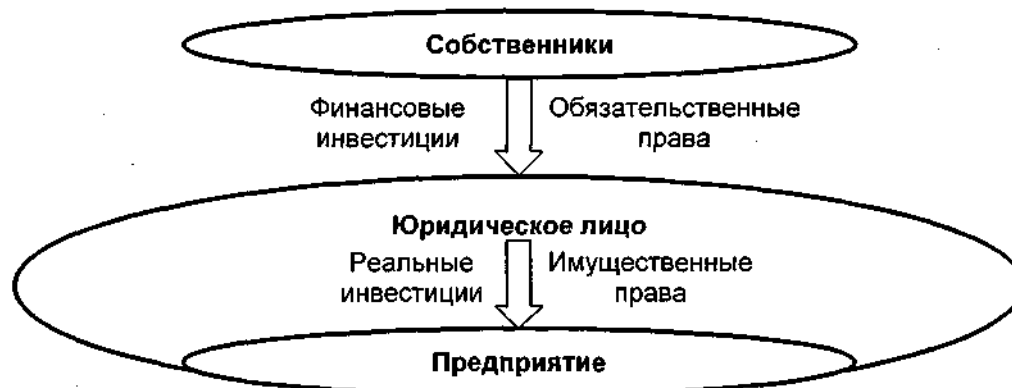


Рис. 1. Инвестиционный цикл формирования бизнеса

* Алексеев Сергей Владимирович, аспирант Самарского государственного экономического университета. E-mail: sv.alekseev@mail.ru.

дельных предпринимательских единиц, не объединенных в корпорацию.

В результате развития финансовых рынков и активного вовлечения в бизнес средств широкого круга инвесторов произошло изменение критерия эффективности функционирования субъектов предпринимательской деятельности. Если ранее основным показателем эффективности деятельности компании была прибыль, то сейчас - ее рыночная стоимость. Соответственно, главная экономическая цель менеджмента стала определяться как "запланированное использование выбранных ресурсов с целью создания через некоторое время обоснованной рыночной стоимости, способной покрыть все затраченные ресурсы и обеспечить приемлемый уровень дохода на условиях, отвечающих ожиданиям по риску владельцев бизнеса". Как следствие в 1990-х гг. сформировалась концепция управления, направленная на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий всех лиц, принимающих решения, на ключевых факторах стоимости. Она получила название Value-Based Management - VBM, что уже традиционно переводится на русский язык как "концепция управления стоимостью компании".

Соответственно, стоимость компании стала ключевым критерием оптимальности принимаемых управленческих решений. Для собственников вложение средств в компанию окажется максимально выгодным в том случае, если менеджеры будут объективно оценивать стоимость бизнеса и эффективно управлять ею. Концепция VBM предполагает, что показатель стоимости бизнеса используется менеджерами при принятии стратегических решений, а собственниками - при оценке работы менеджмента.

Представляется оправданной точка зрения, что показатель результатов деятельности должен, прежде всего, соответствовать определенной стадии жизненного цикла организации. Как уже было показано выше, создание и рост ценности компании для акционеров в качестве главенствующей цели реально актуализируются только на завершающей стадии роста и переходе на стадию зрелости организации. Именно на этом этапе развития во внутренней среде организации возникают объективные предпосылки для диверсификации ее деятельности. Значит, в

основе решений относительно целесообразности и эффективности диверсификации должен лежать стоимостной подход. В соответствии с ним существование интегрированной бизнес-структуры экономически оправдано только тогда, когда ее стоимость в целом превышает стоимость отдельных частей. В противном случае собственники предпочтут, чтобы интегрированная бизнес-структура (в частности, диверсифицированная компания) распалась, а ее отдельные части были проданы. Именно концепция управления стоимостью позволяет объяснить причины перелива капитала из одной отрасли и/или страны в другую. Капитал - самовозрастающая категория, поэтому его стоимость должна постоянно увеличиваться. Если стоимость капитала не возрастает, то его собственники принимают решение о новой сфере его приложения, в которой эта стоимость будет создаваться.

При осуществлении диверсификации деятельности менеджеры должны видеть в предприятиях - подразделениях диверсифицированной компании не столько имущественные комплексы с определенной долей рынка, сколько инвестиции в материальные и нематериальные активы, которые должны создавать дополнительную стоимость для собственников.

Ключевым решением при построении эффективной системы управления стоимостью является решение о выборе основного показателя результатов деятельности организации. Это решение переводит общую философию приращения богатства собственников в практическую плоскость, отвечая на вопрос, была ли создана дополнительная стоимость для них в течение периода.

Вопросам влияния диверсификации на стоимость бизнеса посвящено много исследований. Наибольшее распространение получили три подхода:

- 1) основанный на финансовых мультипликаторах;
- 2) основанный на расчете коэффициента Q Тобина;
- 3) метод избыточной доходности.

Однако, все эти методы практически неприменимы в современных российских условиях, что обусловлено рядом причин. Наиболее значимой причиной следует признать слабое развитие фондового рынка, что проявляется, с одной стороны, в ограниченном

количестве эмитентов, которых можно было бы рассматривать в качестве базы сравнения, а с другой стороны - в сильном влиянии конъюнктурных колебаний на цены акций. Кроме того, корректное построение статистических рядов возможно только в условиях макроэкономической стабильности.

Все перечисленные методы имеют в своей основе сравнительный (рыночный) подход к определению стоимости бизнеса.

В основе концепции VBM лежит доходный подход, что обусловлено его методологической основой.

Доходный подход представляет собой инвестиционный анализ, направленный на определение величины инвестиций в объект - источник дохода, оправданной с точки зрения ожидаемых доходов, рисков и требуемой инвестором (покупателем) нормы отдачи на вложенный капитал. Эта сумма инвестиций и будет представлять собой стоимость объекта.

Инвестиции дают положительный экономический эффект (создают положительную экономическую прибыль и повышают стоимость бизнеса), если их доходность превышает затраты на привлечение собственного и заемного капитала. В соответствии с логикой инвестиционного анализа, компания создает стоимость, когда вкладывает капитал с доходностью, превышающей затраты на его привлечение (рис. 2).

Наиболее популярным показателем стоимости, создаваемой компанией в единичный период времени, является показатель EVA® (Economic Value Added - добавленная экономическая стоимость). Данный показатель зарегистрирован как торговый знак компании Stern Stewart & Co. Синонимичное ему общепотребительное понятие "экономическая прибыль" (Economic Profit - EP) - именно им пользуется консалтинговая компания McKinsey&Co.

Экономическая прибыль представляет собой прибыль, превышающую реальные и временные издержки использования капитала.

$$EP = IC \cdot (ROIC - WACC) = NOPLAT - IC \cdot WACC. \quad (1)$$

При расчете показателя экономической прибыли используются следующие показатели.

IC (Invested Capital) - инвестированный капитал, т.е. капитал, вложенный в бизнес собственниками и кредиторами, преследующими мотивы извлечения прибыли. Он формируется за счет собственного капитала и заемного капитала, привлеченного посредством финансовых обязательств.

ROIC (Return on Invested Capital) - рентабельность инвестированного капитала. Показатель рентабельности инвестированного капитала показывает эффективность его использования вне зависимости от того, на каких условиях привлекался этот капитал. Для этого в качестве числителя используется показатель прибыли до уплаты процентов по долговым обязательствам за вычетом скорректированных налогов - NOPLAT.

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC}. \quad (2)$$

NOPLAT (net operation profits less adjusted taxes) - прибыль до уплаты процентов по долговым обязательствам за вычетом скорректированных налогов. Необходимость использования такого скорректированного показателя обусловлена тем, что сумма налога на прибыль (а, соответственно, и величина чистой прибыли) существенным образом зависит от суммы финансовых издержек, связанных с обслуживанием заемного капитала, сформированного за счет финансовых обязательств.

WACC (Weighted average cost of capital) - средневзвешенная стоимость капитала. Это расчетный показатель, отражающий удель-

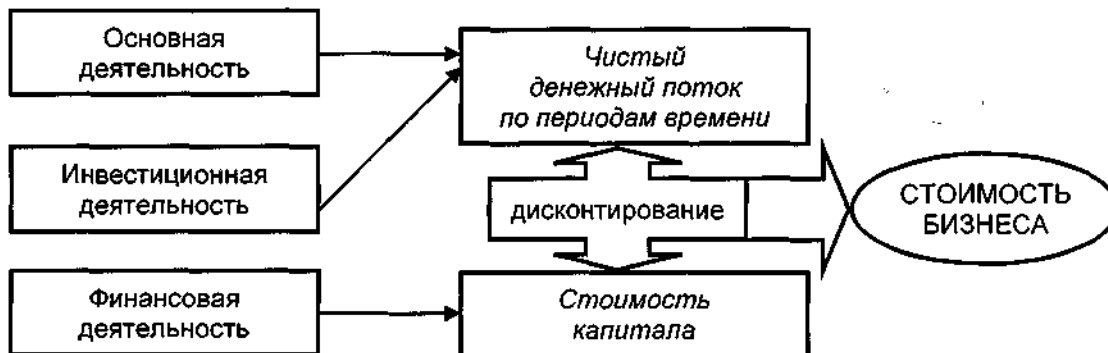


Рис. 2. Принципиальная схема оценки эффективности инвестиций

ные финансовые издержки, возникающие у компании в связи с использованием инвестированного капитала.

Таким образом, экономическая прибыль появляется у компании только в том случае, если посленалоговой прибыли от основной деятельности достаточно для удовлетворения требований кредиторов и собственников к отдаче на инвестированный в бизнес капитал. Если $EP > 0$, то собственники получают дополнительный прирост своего совокупного богатства в результате повышения стоимости капитала, когда-то вложенного ими в бизнес.

Поэлементный расчет показателя экономической прибыли позволяет определить основные источники создания стоимости.

Показатель *NOPLAT* отражает результаты основной деятельности компании по увеличению продаж, снижению издержек или повышению производительности.

Общий объем инвестированного капитала характеризует интенсивность инвестиционной деятельности компании. Расширение и диверсификация деятельности неизбежно приводят к росту этого показателя. Кроме того, данный показатель позволяет определить капиталоемкость деятельности отдельных предприятий - подразделений диверсифицированной компании.

Показатель *WACC* характеризует эффективность финансовой деятельности по привлечению различных источников финансирования компании.

Модель экономической прибыли позволяет определить стоимость бизнеса:

$$C = \text{инвестированный капитал} + \frac{EP}{WACC} \quad (3)$$

Второе слагаемое - капитализированная экономическая прибыль, получило особое наименование - *MVA* (Market Value Added - добавленная рыночная стоимость).

Эта модель дает точно такие же результаты, что и метод дисконтированных денежных потоков.

В рамках *VBM* каждая из моделей имеет свою сферу применения:

- ♦ дисконтированный денежный поток сводит к одному числовому значению все результаты деятельности компании на протяжении всего времени ее функционирования и используется в целях стратегического анализа;

- ♦ экономическая прибыль - это краткосрочный финансовый показатель. Он наглядно представляет результаты деятельности компании в отдельно взятом году. Показатель "сальдо денежных потоков" не дает такого представления - он существенным образом зависит от инвестиций в основной и оборотный капитал. Менеджеры могут увеличить сальдо денежных потоков, просто отложив на некоторое время инвестиции.

При построении матрицы сбалансированного развития диверсифицированной компа-

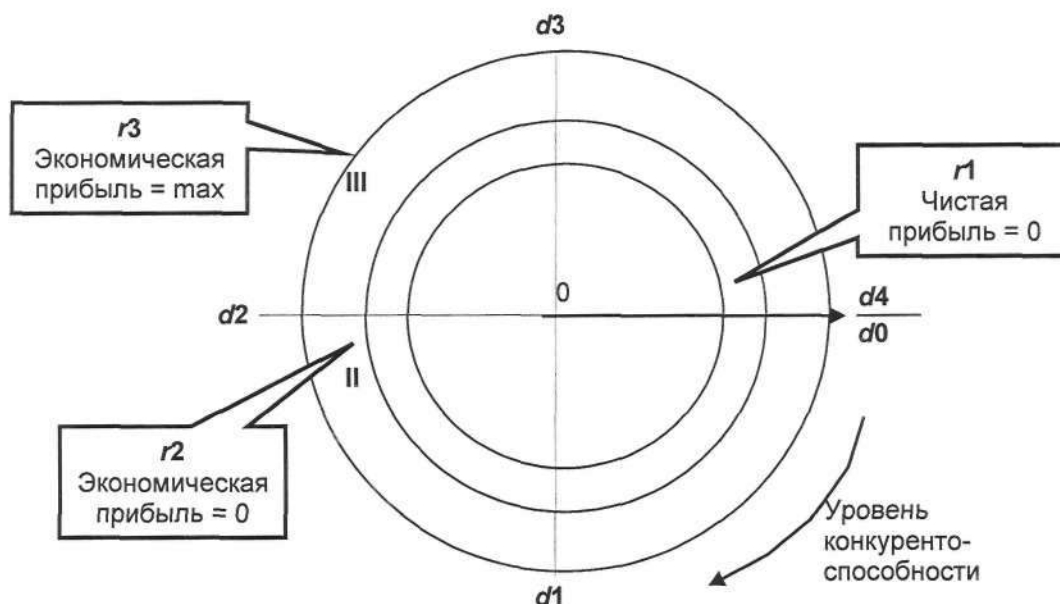


Рис. 3. Шкалирование полярного угла матрицы сбалансированного развития диверсифицированной компании на основе показателей прибыли

нии для определения степени достижения финансовых целей компании в процессе диверсификации ее деятельности было предложено использовать показатель стоимости предприятий - подразделений диверсифицированной компании (рис. 3). В качестве пороговых значений, разделяющих идентификационные зоны могут быть использованы показатели чистой прибыли, который учитывает финансовые издержки по обслуживанию заемного капитала и их налоговые последствия, и экономической прибыли, который учитывает финансовые издержки по обслуживанию как заемного, так и собственного капитала.

Специфика финансовых издержек, связанных с обслуживанием заемного капитала состоит в том, что их погашение непреложно, оно не зависит от результатов предпринимательской деятельности в соответствующем периоде. Собственники вкладывают (инвестируют) свои средства в уставный капитал коммерческой организации, беря на себя риски осуществления предпринимательской деятельности. Выплата им дивидендов, которые представляют собой финансовые издержки, связанные с обслуживанием собственно капитала, не является обязательной даже в случае, если предпринимательская деятельность компании прибыльна. Инвесторы могут согласиться с реинвестированием полученной в том или ином периоде прибыли с тем, чтобы расширить масштаб деятельности компании и увеличить прибыль будущих периодов. Поэтому финансовые издержки компании, связанные с обслуживанием собственно капитала, являются лишь предполагаемыми - в экономической теории они определяются как альтернативные или вмененные.

В первую идентификационную зону - зону неудовлетворительного финансового состояния (интервал от 0 до r_1), попадают предприятия с отрицательными значениями чистой прибыли.

Во вторую идентификационную зону (интервал от r_1 до r_2) попадают предприятия, прибыль которых не соответствует требованиям собственников к отдаче на вложенный капитал, сформулированных с учетом фактора риска.

Третья идентификационная зона (интервал от r_2 до r_3) - это зона эффективного функционирования бизнеса с учетом фактора риска.

Рост прибыли, а соответственно, и стоимости предприятия - подразделения диверсифицированной компании, будет приводить

к смещению круга в радиальном направлении от центра матрицы.

Функционирование конкретного предприятия выступает средством реализации общих стратегических целей развития бизнеса диверсифицированной компании. Интеграция определенного предприятия с другими может создавать дополнительную стоимость за счет возникновения корпоративного эффекта. Диверсификация является финансово эффективной, если интеграция предприятий - подразделений диверсифицированной компании создает дополнительную стоимость за счет возникновения корпоративного синергического эффекта.

Можно выделить несколько источников создания стоимости при диверсификации:

1) сокращение удельного веса постоянных затрат в себестоимости производимой объединенной компанией продукции за счет эффекта масштаба;

2) сокращение транзакционных издержек в результате объединения предприятий;

3) увеличение доходов - этот эффект достигается благодаря более широкому охвату рынка и предложения потребителям расширенного ассортимента. Эффект масштаба и (или) сокращение транзакционных издержек могут позволить снизить цены, что при высокой эластичности спроса по цене также будет способствовать увеличению объема продаж;

4) усовершенствование процессов - вновь созданная компания имеет уникальную возможность объединить наиболее успешные и эффективные технологии обеих компаний, что будет способствовать повышению производительности;

5) информационные преимущества - эффект возникает в результате уменьшения неопределенности и распределения риска;

6) финансовая экономия - эффект может возникнуть благодаря тому, что одна из объединяемых компаний имеет доступ к более дешевым финансовым ресурсам.

Менеджерам диверсифицированной компании необходимо приложить усилия для того, чтобы реализовать тот распределенный во времени синергический эффект, ради которого и совершается диверсификация.

¹ Бажуткина Л.П., Никитина Н.В. Концептуальные основы структурной модернизации промышленного комплекса региона // Вестн. Самар. гос. экон. ун-та. Самара, 2009. № 5(55). С. 28-34.