

ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ СТОИМОСТНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Елкин Станислав Евгеньевич

кандидат экономических наук, доцент

Северо-западного института управления ФГБОУ ВО «Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»,

кафедра «Таможенного администрирования»,

г. Санкт-Петербург, Российская Федерация.

E-mail: elkin-se@yandex.ru

Елкина Ольга Сергеевна

доктор экономических наук, доцент

Северо-западного института управления ФГБОУ ВО «Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»,

кафедра «Безопасность»,

г. Санкт-Петербург, Российская Федерация.

E-mail: phdelkina@mail.ru

JEL В 41

ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ СТОИМОСТНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Аннотация: В статье обсуждается многогранность категории эффективности, которая свидетельствует о сложности оценки, определения, формирования в количественных и качественных показателях и измерителях. Предлагается для определения принципов и методологии оценки результативности деятельности предприятия, полезности для общества и собственников имеющихся активов различать понятия эффекта и эффективности при оценке способности к развитию оцениваемого объекта, т.е. его адаптации к прогрессивным эволюционным изменениям, выраженным в количественных и качественных показателях прироста стоимости предприятия. Оценка экономической эффективности на основе рыночной стоимости предприятия основана на синтезе теории управления, экономического анализа, принципов корпоративных финансов в подходах к оценке бизнеса. Обсуждаемые в статье методологические подходы учитывают специфику инновационных задач. Сочетание новых методов измерения экономической эффективности основаны на экономической добавленной прибыли с учетом риска и неопределенности. Суть решаемой в статье проблемы заключается в том, что на базе только финансовых показателей нельзя составить достаточно полного представления об экономической эффективности деятельности компании. Основой оценки экономической эффективности деятельности компании являются бизнес-процессы, которые направлены на удовлетворение потребностей клиентов и в которые вовлечены все сотрудники предприятия. По результатам исследования теоретических предпосылок оценки эффективности развития предприятия с использованием стоимостных методов в статье выявляются отдельные фундаментальные положения.

Ключевые слова: стоимость, модель, эффективность, управление, анализ, оценка, результативность, показатели, экономический эффект, активы, стоимостные методы.

FEATURES OF THE APPLICATION OF THE COST APPROACH TO THE ASSESSMENT OF ECONOMIC EFFICIENCY

Abstract: Assessment of economic efficiency based on market value of the company based on a synthesis of management theory, economic analysis, principles of corporate Finance approaches to business valuation. Discussed in the article methodological approaches take into account the specificity of innovation tasks. The combination of new methods of measuring economic efficiency is based on economic added profits based on risk and uncertainty. The essence of the article decide the problem lies in the fact that on the basis of only financial indicators, they cannot provide an overall view about the economic performance of the company. The basis of assessment of economic efficiency of the company's activities are

business processes that are aimed at customer satisfaction and the involvement of all employees. According to the study theoretical assumptions of assessment of efficiency of development of the enterprise with the use of cost methods, this paper identifies the fundamental individual situation.

Keywords: cost, model, efficiency, management, analysis, evaluation, performance, indicators, economic benefits, assets valuation methods.

Существует несколько подходов к определению экономической эффективности. Основное различие в них – разная трактовка понятия «результат деятельности». В определенных условиях экономический рост обусловлен не интенсивностью использования факторов производства, а увеличением потребления дополнительных ресурсов.

Обобщая вышеизложенное, под эффективностью в рамках стоимостной концепции понимается степень соответствия достигнутых результатов деятельности предприятия поставленной цели максимизации рыночной стоимости предприятия. Критерием эффективности является получение положительного результата от инвестиций при условии приемлемой для инвестора доходности. Это может быть показатель отдачи на капитал, превышающей затраты на привлечение инвестиционных ресурсов.

Стоимостной подход и выявление качественного роста основано на исследовании факторов стоимости на основе ретроспективного и перспективного анализов. Из этих направлений сформированы две основные группы методик исследования.

Джеймс Тобин – автор одной из первых стоимостных моделей. В 1966 г. он предложил «теорию выбора портфельных инвестиций». Создатель модели утверждал, что при наличии альтернативных вариантов вложения средств, можно обеспечить достижение сбалансированности высокорисковых и малорисковых инвестиций в инвестиционном портфеле. Д. Тобин предлагал концепцию «фактора Q» (коэффициент Тобина), который определяется как отношение рыночной стоимости активов в материально-вещественной форме к затратам на их замещение. Применяется он для определения эффективности капитальных вложений в предприятие. При этом показатель оценки эффективности деятельности предприятия рассчитывается по формуле (1):

$$I_{\text{eff}} = (MV/RV) - 1, \quad (1)$$

где MV – рыночная стоимость компании;

RV – восстановительная стоимость активов компании;

RV/MV – коэффициент Тобина (Q Тобина).

С появлением модели связывается также возникновение понятия «стоимостное мышление», которое характеризуется усилиями менеджеров, направленными на максимизацию стоимости предприятия, вычисляемой посредством значений денежного потока с учетом различных внешних факторов (в отличие от традиционной модели, сфокусированной на анализе внутренних процессов).

Зарубежные экономисты Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин в работе «Стоимость компаний. Оценка и управление» предложили более эффективный подход к выделению факторов стоимости, основанный на расчете показателя стоимости как дисконтированного денежного потока компании. Данный подход ориентирован на оценку эффективности деятельности предприятия и учитывает многие факторы из внутренней или внешней среды компании, влияющие на результаты деятельности. Предлагается выделять факторы стоимости и устанавливать их в качестве показателей эффективности для различных подразделений. Это возможно в рамках построения системы, которая позволяет отслеживать изменение стоимости, однако, трудности с выделением факторов стоимости достаточно сложно распространить на все уровни организации по причине учета только финансовых показателей.

Развитие стоимостных моделей происходило одновременно с совершенствованием систем управления и планирования, развитием информационных технологий. Начальный этап этого развития определяется моделями факторного анализа (модель Дюпон), коэффициента рентабельности инвестиций (ROI), коэффициента рентабельности активов (ROA), прибыли на акцию (EPS),

прибыли до налогов, процентов и амортизации (EBITDA), рентабельности чистых активов (RONA), доходности капитала с учетом риска (RAROC), моделью Эдвардса-Белла-Ольсона (ЕВО). Основным их недостаток – ведение расчетов на основе ретроспективных данных учета. Возникшие в поздний период подходы: добавленной рыночной стоимости (MVA), добавленной стоимости акционерного капитала (SVA), экономической добавленной стоимости (EVA), доходности инвестиций на основе потока денежных средств (CFROI), добавленной стоимости потока денежных средств (CVA), опционного ценообразования (OPM) – обеспечили устранение некоторых из выявленных проблем.

На сегодняшний день наиболее распространенной концепцией в рамках стоимостного подхода является концепция экономической добавленной стоимости (EVA), разработанная Д. Стерном и Б. Стюартом. В этом случае рост эффективности понимается как превышение рентабельности используемого капитала над затратами на его привлечение. В качестве результата внедрения системы управления на основании показателя EVA выделяются следующие так называемые 4М, представляющие собой приоритетные направления использования модели.

1. Измерение (Measurement). Предлагаемая система оценки деятельности компании наиболее точно выражает фактическую прибыльность компании.

2. Система управления (Management system). Охватывает весь комплекс управленческих решений, включая стратегическое планирование, размещение капитала, приобретение и продажу активов, установление целей.

3. Мотивация (Motivation). Система вознаграждения на основании показателя EVA позволяет соединить интересы менеджеров и акционеров.

4. Стил мышления (Mindset). Внедрение системы управления и вознаграждения на основании этого показателя ведёт к изменению корпоративной культуры.

Показатель EVA определяется по формуле:

$$EVA = \text{NOPAT} - (\text{CC} \cdot \text{NOA}), \quad (2)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль;

CC – стоимость капитала;

NOA – чистый операционный капитал.

Однако не может существовать система, одинаково эффективная для всех целей и состояний среды. В случае, когда результаты и ресурсы реальны и доступен их учет, то и при оценке эффективности должна быть достаточная объективная составляющая. Решения будут верными, если поставленные цели будут соотноситься с объективными потребностями и возможностями системы.

Критерий эффективности для показателей стоимостного подхода – это наличие абсолютного прироста положительной добавленной экономической стоимости. Под показателем рыночной стоимости предприятия понимается стоимость инвестированного в предприятие капитала за вычетом заемного финансирования, увеличенная на дисконтированный поток экономической прибыли. Под стоимостью предприятия для потребителей понимается приведенная стоимость излишка потребителей. Таким образом, стоимостной подход позволяет выявить реальные рыночные компромиссы.

Содержательными элементами стоимостного подхода являются критерии эффективности, методы определения стоимости, стоимостные оценки [1]. Стоимость при правильном управлении не только стабильна, имеет тенденции к росту, даёт преимущества при выборе привлекательных для акционеров предприятий, но также позволяет самому менеджменту вкладывать собственные средства в активные факторы стоимости наиболее эффективно.

В своих исследованиях многие авторы делают акцент на формирование стоимости на основе важнейших составляющих. А. Дамодаран классифицировал четыре группы основных факторов стоимости: денежные потоки, генерируемые имеющимися активами; ожидаемый темп роста денежных потоков за счет изменения отдачи инвестированного капитала; изменение продолжительности

периода роста денежных потоков; изменение стоимости имущества за счет изменения операционного риска инвестированного капитала.

Ю.А. Винокуров [2] в своих исследованиях рекомендует выделять иные факторы, влияющие на стоимость. Классификация факторов стоимости на внутренние контролируемые и внешние неконтролируемые может считаться условной, однако, важно отметить, что наличие внешних факторов и создание для их реализации стабилизационных фондов необходимо для качественного управления стоимостью.

Таким образом, с позиций стоимостного подхода, понятие эффективности предприятия определяется через оценку соответствия результатов деятельности предприятия цели максимизации показателя стоимости.

Как справедливо подчеркивает Исаков Ю.А., «понятие «эффективность» в разных сочетаниях и применительно к разным явлениям используется в различных областях науки и практики, и особенно широко в экономике. Такие термины, как эффективное управление, эффективность производства, эффективное решение, эффективность процесса, можно встретить в различной экономической литературе. При этом широкое использование данного термина не подкреплено общепринятым пониманием задач, условий и ограничений по его применению. В современной научной литературе наблюдаются различные подходы к пониманию данного вопроса, характеристиках и способах отражения эффективности в показателях и критериях. Некоторые специалисты и ученые под эффективностью понимают уровень достижения цели, темпы функционирования экономической системы, уровень ее организованности и другие. В других случаях применяют как равноценные и взаимосвязанные между собой, но не тождественные понятия: результативность, производительность, качество и эффективность» [3, с. 17].

В современных условиях традиционные методологии оценки эффективности деятельности экономических объектов далеко не всегда позволяют комплексно и объективно оценить показатели их деятельности, в том числе, по причине ограниченного характера применения традиционных показателей оценки, неполноты данных, на которых основывается анализ, недостаточного учета всех факторов внутренней и внешней среды, воздействующих на объект оценки [4, 5].

В результате, оценка и анализ эффективности деятельности экономических субъектов, в частности, предприятий, с использованием традиционных методов, не позволяет объективно оценить результаты его деятельности, а, стало быть, у собственников и руководителей предприятий, иных заинтересованных лиц, отсутствует ценная информация, позволяющая принимать решения по поводу повышения эффективности деятельности предприятия по тем или иным критериям и направлениям функционирования.

В этой связи особую значимость приобретает разработка инструментов и методов оценки эффективности деятельности предприятий с применением инструментов и методов, позволяющих комплексно рассмотреть наиболее важные аспекты функционирования объектов анализа. Одним из ключевых аспектов функционирования предприятий выступает их стоимость, поскольку рост стоимости коммерческих предприятий напрямую отражает эффективность рыночного функционирования.

Ориентация менеджмента на прирост стоимости предприятия в ряде случаев определяется в качестве ключевой задачи управления на текущем этапе, особенно это характерно для публичных компаний, акции которых обращаются на открытом рынке, а также для небольших фирм, потенциально готовящихся на продажу. Однако, оценка прироста стоимости предприятия также позволит в динамике оценить эффективность деятельности абсолютно любого экономического субъекта, для чего достаточно смоделировать ситуацию необходимости учета стоимости предприятия для целей управления. В этой связи применение стоимостных методов оценки эффективности деятельности предприятий является одним из инструментов, позволяющих с высокой точностью оценить многие

аспекты функционирования любых предприятий любых отраслей.

Аналитики и финансовые менеджеры большинства современных российских предприятий и организаций не используют, как правило, широкий арсенал аналитических исследований, в частности, применение стоимостных методов оценки эффективности остается прерогативой деятельности аудиторских и консалтинговых компаний. Между тем, с учетом изложенного выше, представляется актуальным проводить оценку эффективности деятельности с использованием стоимостных методов.

Высоко оценивая результаты ранее проведенных исследований, следует отметить, что большинство разработанных методов оценки стоимости предприятия отличается повышенным субъективизмом инициатора оценки или основаны на экспертных методах, которые обладают рядом существенных ограничений. Кроме того, в основу большинства методик заложена оценка стоимости предпринимательской структуры на дату оценки. Такой подход зачастую пренебрегает детальным анализом перспектив развития и нереализованными возможностями внешнего окружения, требуемым соотношением доходности и риска, т.е. конкретных особенностей определенного субъекта управления в разных стейкхолдерских группах, ролью имиджа (деловой репутации) предприятия в корпоративной аудитории, важностью развития коммуникационного капитала и т.п. Открытым остаётся вопрос о роли и месте процесса оценки в системе стратегического управления. В большинстве исследований процесс оценки является основанием для разработки стратегии предприятия, что оставляет возможность для различной интерпретации результатов оценки и возможности превалирования в весах. В других исследованиях определение стоимости предприятия и вклада управленческого решения в процесс создания стоимости в долгосрочной перспективе рассматривается как инструмент реализации процесса управления предприятием в рамках выбранной стратегии развития. Все сказанное представляет собой дополнительные факторы актуализации задачи теоретического обоснования и разработки научно-методических и практических рекомендаций по теме исследования.

Из стандартов оценочной деятельности известны несколько видов стоимости активов. Применительно к управлению экономической эффективностью предприятия с позиции стоимостного подхода их можно сгруппировать:

- Обоснованная рыночная стоимость. Стоимость актива определяется как денежная сумма, которую покупатель готов потратить в настоящий период в обмен на ожидаемые в будущем денежные потоки. Оценщики выделяют стоимость действующего предприятия как вариант обоснованной рыночной стоимости. Предполагается, что когда предприятие генерирует денежные потоки, покупателю их нужно оценить для определения его стоимости в целом, для чего разработаны специальные методики. Этот вариант разумно применять для сравнительного анализа при слиянии и поглощениях. Существует вариант определения рыночной стоимости, по которой они продаются на организованном биржевом рынке. Рыночная стоимость часто устанавливается и через отдельные сделки. Она отражает соглашение между двумя или более сторонами на конкретный момент времени. Несмотря на определенную волатильность, рыночная стоимость выступает как надежный критерий для определения стоимости активов и производственных запасов.

- Балансовая стоимость понимается как стоимость активов, по которой они учитываются в балансе в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета.

- Ликвидационная стоимость определяется в случае завершения деятельности по непредвиденным рыночным обстоятельствам. Она ниже рыночной цены. Стоимость предприятия при реструктуризации – это вариант ликвидационной стоимости. Эта стоимость применяется в ситуации поглощения предприятием других и при проведении реструктуризации.

Можно отдельно выделить стоимость воспроизводства как критерий, позволяющий оценить стоимость предприятия и основанный на суждениях инженеров и специалистов. Залоговая стоимость – это стоимость активов, используемых в качестве обеспечения по кредиту.

Классификация методов стоимостного подхода представлена на рис. 1. Признаками

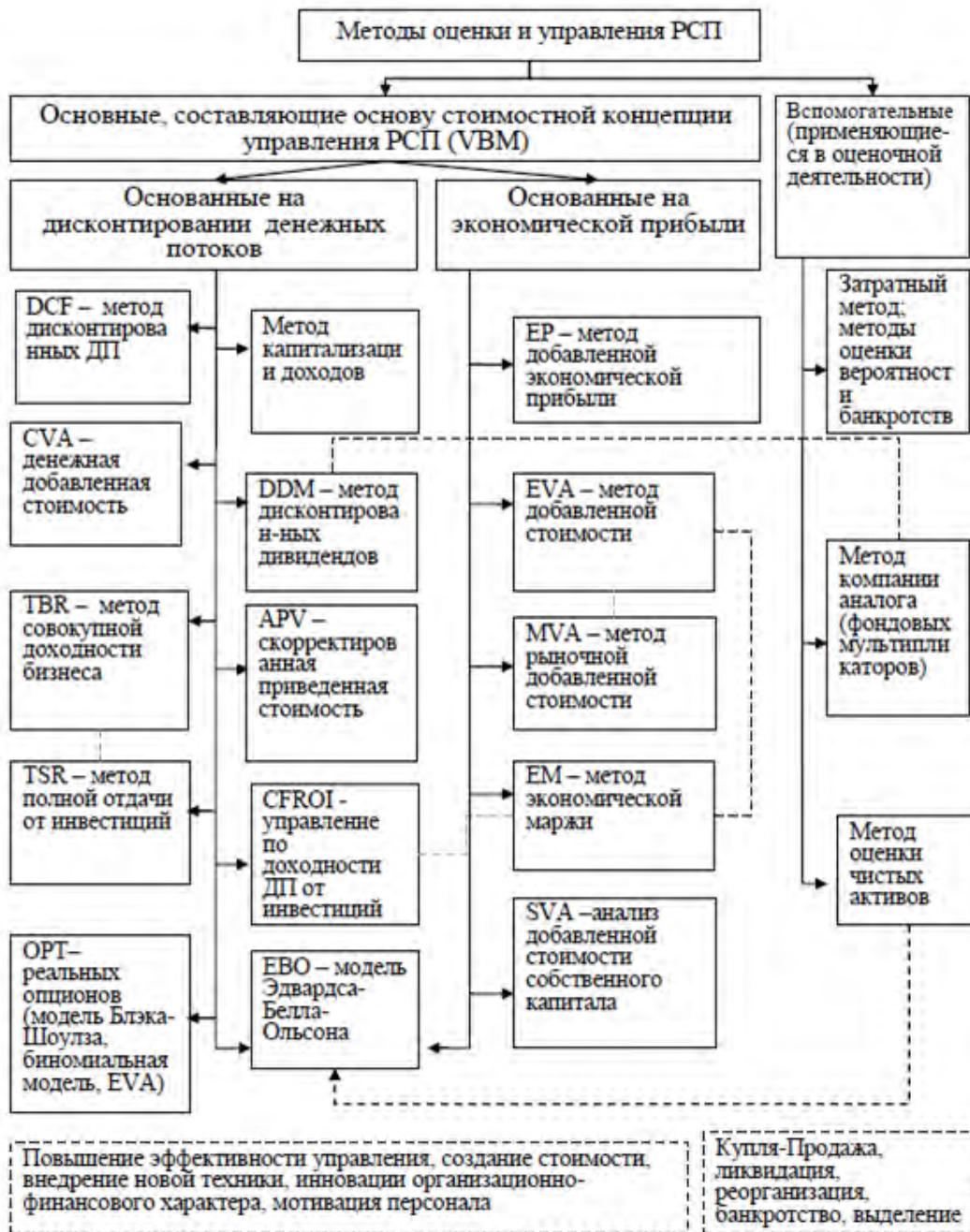


Рисунок 1. Классификация методов стоимостной концепции

классификации является взаимосвязь каждого метода либо с экономической добавленной стоимостью, либо с дисконтированием денежных потоков.

Комплексное использование предложенных методов оценки стоимости предприятия позволит оценить результаты деятельности в ретроспективном варианте. Так формируется база для принятия управленческих решений, направленных на увеличение стоимости бизнеса в целом. Но для управления стоимостью предприятия необходим системный подход. Прежде всего к анализу и оценке факторов, обеспечивающих изменение стоимости, к применению имеющегося инструментария методов оценки и показателей расчета эффективности.

Стоимостной подход к оценке экономической эффективности на основе рыночной стоимости предприятия имеет ряд несомненных преимуществ:

- Обеспечивает базу для стратегического анализа и выбора стратегии развития, как всего предприятия, так и отдельных подразделений, за счет возможности поэтапной, последовательной максимизации рыночной стоимости предприятия посредством создания общей цели и формирования условий для ее совместного достижения на всех уровнях управления.

- Рост качества и экономической эффективности управленческих решений на основе приоритетов в управлении (карта стоимости), обеспечения гибкости и системности. Преимуществом является усиление корпоративной прозрачности, поощрение инноваций, создающих ценность. В конечном счете обеспечивается устойчивость предприятия в случае реструктуризации.

- Организация процессов планирования с учетом оптимального распределения ресурсов. Формируется модель эффективного управления сложными динамическими объектами. Появляется возможность контролировать инвестиционную привлекательность предприятия в условиях неопределенности.

Вместе с тем очевидны и недостатки стоимостной концепции. Первый связан с недооценкой негативных факторов. Они приводят к снижению рыночной стоимости предприятия. Одним из таких вариантов является избыточная диверсификация или неэффективное распределение ресурсов.

Второй – это отсутствие информации о взаимосвязи между величиной рыночной стоимости предприятия и используемыми методами оценки эффективности для российских предприятий.

Третьей организационной проблемой стало разнообразие применяемой терминологии (NOPAT или EBIT(1-T)², FCF, OCF и т.д.) в отчетности.

Для преодоления указанных проблем финансовым менеджерам предприятий целесообразно использовать оптимальный набор стоимостных показателей. В этом случае последующая оценка экономической эффективности будет основана на фактических условиях функционирования предприятия.

Для оценки экономической эффективности могут применяться методы, основанные на концепции учета фактора времени, цены инвестированного капитала и измеряющие добавленную стоимость, способные учитывать риск и адаптироваться к изменению внешних параметров.

Основная проблема, с которой приходится сталкиваться при анализе экономической эффективности деятельности и принятых экономических решений, заключается в том, что в большинстве случаев эффективность нельзя измерить, можно лишь оценить ее, используя несовершенные показатели. Вывод заключается в необходимости разработки систем оценки эффективности, уменьшающих их ограничения.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Болквядзе М.Э., Бусалова А.Д. Стоимостной подход в управлении предприятием / М.Э. Болквядзе, А.Д. Бусалова // Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд. - 2016. - № 41-1. - С. 8-14.
2. Винокуров Ю.А. Эффективность как фундаментальная экономическая категория / Ю.А. Винокуров // Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд. – 2010. – № 2. – С. 155–159.
3. Исаков Ю.А. Оценка стоимости бизнеса учебник / Ю.А. Исаков; Авт. некоммерческая орг. высш. проф. образования Пермский ин-т экономики и финансов. - Пермь: Пермский ин-т экономики и финансов, 2015. - 219 с.
4. Елкин С.Е. Проблемы стратегического развития в условиях формирования экономического механизма управления предприятием / С.Е. Елкин // Вестник Омского университета. Серия: Экономика. – 2006. - № 1. – с. 95-97.
5. Елкина О.С. О критериях оценки эффективности рынка труда / О.С. Елкина // Человек и труд. – 2005. - № 10. – с.49-51.

6. Зайцева Е.Н. Увеличение стоимости компании как стратегическая цель и критерий оценки управленческих решений / Е.Н. Зайцева. / Наука ЮУрГУ Материалы 68-й научной конференции. Министерство образования и науки Российской Федерации; Южно-Уральский государственный университет. – Екатеринбург, 2016. – 725 с.
7. Иванов А.В. Оценка стоимости бизнеса: учебное пособие / А.В. Иванов. - Владимир: Владимирский фил. РАНХиГС, 2016. - 119 с.
8. Левчаев П.А. Оценка стоимости бизнеса / П.А. Левчаев [Электрон. ресурс]: учебно-методический комплекс / П.А. Левчаев; Мордовский гос. ун-т им. Н.П. Огарёва. - Саранск: МГУ им. Н.П. Огарёва, 2015. - 1 электрон. опт. диск (CD-ROM); 12 см.
9. Марков С.Н. Оценка стоимости бизнеса: учебное пособие / С.Н. Марков, Н.Ю. Симонова. - Омск: Изд-во ОмГТУ, 2016. - 171 с.
10. Метелев С.Е., Елкин С.Е. Корпоративный менеджмент и управление процессом изменений / С.Е. Елкин, С.Е. Метелев // Человек и труд. – 2010. - № 2. – с. 62-63.
11. Федеральный закон РФ от 29.07.1998г. № 135-ФЗ (ред. от 03.07.2016, с изм. от 05.07.2016) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» // Собрание законодательства РФ. – 1998. - № 31. – Ст. 3813.
12. Яковлева Е.А., Козловская Э.А. Оценка экономической эффективности деятельности предприятия: вопросы управления стоимостью: учебное пособие / Е.А. Яковлева, Э.А. Козловская. – СПб: Изд-во Политехнического университета, 2013. – 270 с.