

ИЕРАРХИЧЕСКАЯ СИСТЕМА ПОКАЗАТЕЛЕЙ СТОИМОСТИ В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЕМ ТОРГОВОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

HIERARCHICAL SYSTEM OF INDICATORS OF VALUE IN A CONTROL SYSTEM OF TRADING ENTERPRISE

O. Pirogova

Annotation

In article the developed system of indicators of cost which creation is carried out on the basis of the accounting of structure of fundamental cost and also the integrated financial and technical models of trade enterprise is considered.

Keywords: Trading enterprise, fundamental value, value based management, system of factors of value, capacity of trade enterprise.

Пирогова Оксана Евгеньевна

К.э.н., доцент каф. экономической безопасности и финансового консалтинга в сфере услуг, Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого

Аннотация

В статье рассмотрена развернутая система показателей стоимости, построение которой осуществляется на основе учета структуры фундаментальной стоимости а также укрупненных финансовой и технической моделей торгового предприятия.

Ключевые слова:

Торговое предприятие, фундаментальная стоимость, управление на основе стоимости, система факторов стоимости, потенциал торгового предприятия.

Развитие форм и способов эффективного управления деятельностью и развитием торговых предприятий выдвигает на первый план концепцию "Управление на основе стоимости" – "Value Based Management – VBM". Ключевое отличие VBM от существующих подходов заключается в том, что данное направление менеджмента строится на том, что деятельность предприятия обращена в будущее.

В отличие от других концепций управления, стоимостной подход имеет ряд ключевых отличий:

1. Признание стоимости (платности) собственного и приравненного к нему капитала при оценке эффективности деятельности предприятия.
2. Взаимосвязанное соизмерение стоимости капитала и риска его вложения в конкретную отрасль, а также конкретное предприятие.
3. Направленность анализа в будущее предприятия на основе результатов, достигнутых в отчетном периоде, а не констатация результатов его деятельности в прошлом.
4. Признание роста стоимости критерием успешности стратегического менеджмента.

В настоящее время накоплен достаточно обширный опыт применения VBM как на зарубежных предприятиях и компаниях, так и отечественных, на что указывают ряд специалистов и на чем останавливался и автор статьи в своих предыдущих публикациях [1–4].

Вместе с тем, необходимо отметить избыточную ориентацию научных разработок в область управления предприятий (организаций), имеющих акционерную форму. Вместе с тем, значительный пласт предприятий, имеющих организационную форму в виде товариществ, в настоящее время остается не охваченным. Это в полной мере относится и к торговым предприятиям.

Несмотря на известную привлекательность, внедрение VBM в практику деятельности предприятия на пути внедрения данной системы в практику лежит ряд проблем, к числу которых можно отнести следующие [5, 6]:

1. Неготовность отечественных менеджеров использовать показатели стоимости в контуре системы принятия решений, что обусловлено недостаточной глубиной проработки вопросов стоимости, а также отсутствием доступных, конкретных и однозначных процедур, технологий и методов стоимостного управления.
2. Неоднозначность в выборе вида стоимости, которую необходимо использовать для встраивания в контур управления, а изменение которой может служить критерием при выборе управленческих решений.
3. Трудности декомпозиции показателя стоимости на частные показатели и факторы, а также выбора оснований, по которым должна проводиться данная декомпозиция.
4. Трудности отбора ключевых факторов стоимости из набора возможных факторов на основе критериев чувствительности, управляемости и колеблемости.

Для формирования системы управления стоимостью ключевым элементом является разработка системы факторов стоимости, на основе которых должна строиться система ключевых показателей.

Для формирования системы факторов стоимости необходимо выполнить следующие шаги:

1. Формирование многоуровневой системы факторов стоимости.
2. Ранжирование факторов стоимости по степени влияния на стоимость (эластичность стоимости), управляемости (возможности менеджмента воздействия на данный фактор), колеблемости (характеристики стабильности поведения того или иного фактора).
3. Отбор факторов, которые могут использоваться в качестве индикаторов управления стоимостью (ключевые показатели стоимости), а также в качестве управляющих переменных (ключевых факторов стоимости).
4. Определение состава показателей, отражающих интенсивность воздействия каждого фактора на стоимость предприятия;
5. Формирование шкал оценки и критериев, позволяющих в зависимости от значения показателя принимать обоснованные решения.

Для построения системы факторов стоимости автором предлагается использовать понятие фундаментальной стоимости. Понятие фундаментальной стоимости рассматривалось в работах А. Дамодарана [7], Т. В. Тепловой [8], О. В. Чернозуба [9], М. В. Кудиной [10], В. Г. Когденко [6], О. А. Николаевской [11], А. С. Кокина, О. Р. Чепюка [12], В. И. Бусова [13].

Обобщая предложенные выше подходы к определению фундаментальной стоимости, можно сформулировать следующие основные признаки фундаментальной стоимости, как стоимости, используемой для формирования системы управления развитием торгового предприятия:

1. В отличие от различных видов стоимости, применяемых в оценке бизнеса, фундаментальная стоимость отражает стоимость предприятия как действующего, продажа предприятия в ближайшей и среднесрочной перспективе не предполагается.
2. Фундаментальная стоимость отражает текущее состояние активов предприятия, а также его способность генерировать доход не ниже средневзвешенной стоимости инвестированного капитала в будущем.
3. Фундаментальная стоимость отражает интересы собственника, а также других лендеров, способностью генерировать доход на вложенный капитал не ниже рыночного для вложений с аналогичным риском.
4. Фундаментальная стоимость включает в себя состояние ресурсного потенциала предприятия (во всех

его проявлениях), как способность предприятия развиваться в альтернативных направлениях в зависимости от состояния внешней среды.

Таким образом в настоящее время под фундаментальной стоимостью понимается дисконтированная величина ее будущих денежных потоков с учетом темпов роста бизнеса и затрат на инвестированный капитал. Ориентация именно на фундаментальную стоимость обусловлена смещением усилий в стоимостном управлении с управления стоимостью для акционеров на управление стоимостью в интересах решения стратегии развития предприятия, которая подразумевает использование всех внутренних потенциалов и возможностей для развития предприятия. Характеристика фундаментальной стоимости, представленная выше, а также направленность ее на будущее предприятия, показывает, что сама по себе фундаментальная стоимость должна иметь неоднородную структуру и не может быть определена только на основе какого-либо одного подхода.

Подходы к структурированию фундаментальной стоимости рассмотрены в работах О. Чернозуба [9], А. С. Кокина, О. Р. Чепюка [12], О. А. Николаевской [11], И. В. Паламарчука [14]. Многие авторы сходятся во мнении, что помимо операционной составляющей стоимости, расчет которой в настоящее время выполняется на основе показателей стоимости EVA, FCF или CVA, и отражающих создание стоимости за один отчетный период, не менее важными представляются такие составляющие фундаментальной стоимости как инвестиционная составляющая (не путать с инвестиционной стоимостью) равная приведенной сумме всех действующих и будущих инвестиционных проектов реализуемых в деятельности предприятия, а также составляющая стоимости потенциала предприятия [11] и динамической гибкости [14], отражающих способность предприятия адаптировать свою деятельность в процессе динамичного изменения внешней среды.

Кроме того, по мнению автора, немаловажным элементом системы фундаментальной стоимости должна быть балансовая составляющая фундаментальной стоимости, отражающая текущее состояние активов предприятия, задействованных в операционном процессе (основной деятельности) предприятия, а также соответствующая структура капитала. Только комплексное использование всех четырех видов стоимости позволяет оценить состояние и перспективы развития торгового предприятия, а также разработать систему факторов стоимости [15, 16]. Проблемы, связанные с построением системы факторов стоимости достаточно подробно рассматривались автором в работе [16].

Основным уравнением, которое может использовать-

ся для построения системы факторов стоимости является уравнение:

$$V_{\Phi(t+1)} = V_{\Phi(t)} + \Delta V_{\Phi} \quad (1)$$

где

$V_{\Phi(t+1)}$ – фундаментальная стоимость торгового предприятия в планируемом периоде;

$V_{\Phi(t)}$ – фундаментальная стоимость торгового предприятия в отчетном периоде;

ΔV_{Φ} – изменение фундаментальной стоимости торгового предприятия в планируемом периоде.

Если изменение фундаментальной стоимости $\Delta V_{\Phi} > 0$, то мы можем говорить о росте фундаментальной стоимости торгового предприятия. Данное условие представляет собой главный критерий построения системы управления предприятием на основе стоимости.

Учитывая структуру фундаментальной стоимости, предложенную выше, можно положить, что

$$V_{\Phi(t)} = V_B + V_O + V_I + V_{ДГ} \quad (2)$$

где

V_B – балансовая составляющая фундаментальной стоимости торгового предприятия;

V_O – операционная составляющая фундаментальной стоимости торгового предприятия;

V_I – инвестиционная составляющая фундаментальной стоимости торгового предприятия;

$V_{ДГ}$ – составляющая динамической гибкости (потенциала) фундаментальной стоимости торгового предприятия.

Исходя из представленной формулы (2), можно предположить, что и изменение стоимости также будет происходить за счет изменения в этих составляющих:

$$\Delta V_{\Phi} = \Delta V_B + \Delta V_O + \Delta V_I + \Delta V_{ДГ} \quad (3)$$

где

ΔV_B – изменение балансовой составляющей фундаментальной стоимости торгового предприятия;

ΔV_O – изменение операционной составляющей фундаментальной стоимости торгового предприятия;

ΔV_I – изменение инвестиционной составляющей фундаментальной стоимости торгового предприятия;

$\Delta V_{ДГ}$ – изменение составляющей динамической гибкости (потенциала) фундаментальной стоимости торгового предприятия.

Каждый из структурных элементов фундаментальной стоимости зависит от ряда специфических факторов. Если на эти факторы можно воздействовать, то такие факторы становятся факторами управления.

Считая, что каждый фактор управления определенным образом может влиять на величину фундаменталь-

ной стоимости или ее элемента, для фундаментальной стоимости можно записать, что ее вариация будет определяться выражением:

$$\Delta V_{\Phi} = \sum_{i=1}^4 \Delta V_{\Phi_i} = \sum_{i=1}^4 \sum_{j=1}^n \left(\frac{\partial V_{\Phi_i}}{\partial x_{ij}} \right) \Delta x_{ij}, \quad (4)$$

где

V_{Φ_i} – изменение i -й составляющей фундаментальной стоимости за отчетный период, ($i=4$);

Δx_{ij} – изменение значение j -го фактора, влияющего на i -ю составляющую фундаментальной стоимости;

$\frac{\partial V_{\Phi_i}}{\partial x_{ij}}$ – частная производная i -й составляющей фундаментальной по j -му фактору (чувствительность или эластичность составляющей фундаментальной стоимости).

Опираясь на формулу прироста стоимости в будущем периоде, мы можем сосредоточиться на наиболее важных факторах стоимости. Наиболее сложной, на наш взгляд, представляется задача определения чувствительности составляющих фундаментальной стоимости к факторам. Определение чувствительности может быть выполнено либо на основе дифференцирования базовой формулы расчета каждой составляющей фундаментальной стоимости, либо на основе построения эконометрической модели связи стоимости с указанным фактором. Очевидно, что решение задачи определения чувствительности всего спектра факторов с помощью эконометрических методов затруднительно, так как не ясен перечень исходного множества факторов с одной стороны, а с другой стороны многие факторы могут иметь внутренние взаимосвязи что также усложняет анализ. Поэтому результаты могут быть получены на основе применения подхода анализа чувствительности. На следующем этапе необходимо осуществить выбор базовых показателей составляющих фундаментальной стоимости, отражающих их величину.

Здесь необходимо сделать следующее замечание. В настоящее время накоплен достаточно обширный арсенал показателей, отражающих стоимость предприятия, на основе которых авторами предлагается разрабатывать стоимостную систему управления. Одни показатели основаны на рыночных оценках, другие – на внутренних оценках, учитывающих эффективность протекающих на предприятии бизнес-процессов. Одни показателя являются абсолютными, другие относительными. По нашему мнению, относительные показатели стоимости, например такие как CFROI (Cash Flow Return on Investment), (TBR – Total Business Return), безусловно, могут использоваться в качестве вспомогательных элементов в системе управления, однако не могут использоваться в качестве базовых для построения системы управления.

Еще один важный аспект стоимостной оценки дея-

тельности предприятия и управления на основе стоимости является фокус, т.е. направленность этой оценки. Известно, что в процессе анализа могут рассчитываться показатели стоимости, связанные с капитализацией всего предприятия, а также показатели, связанные с капиталом собственников (акционеров). Это также необходимо учитывать при построении системы факторов стоимости.

Таким образом, нами предлагается иерархическая система анализа фундаментальной стоимости с точки зрения учета ее внутреннего содержания и ценностного ориентирования (собственники, стейкхолдеры и непосредственно предприятие). Структурная схема предлагаемой модели фундаментальной стоимости представлена на рис.1.

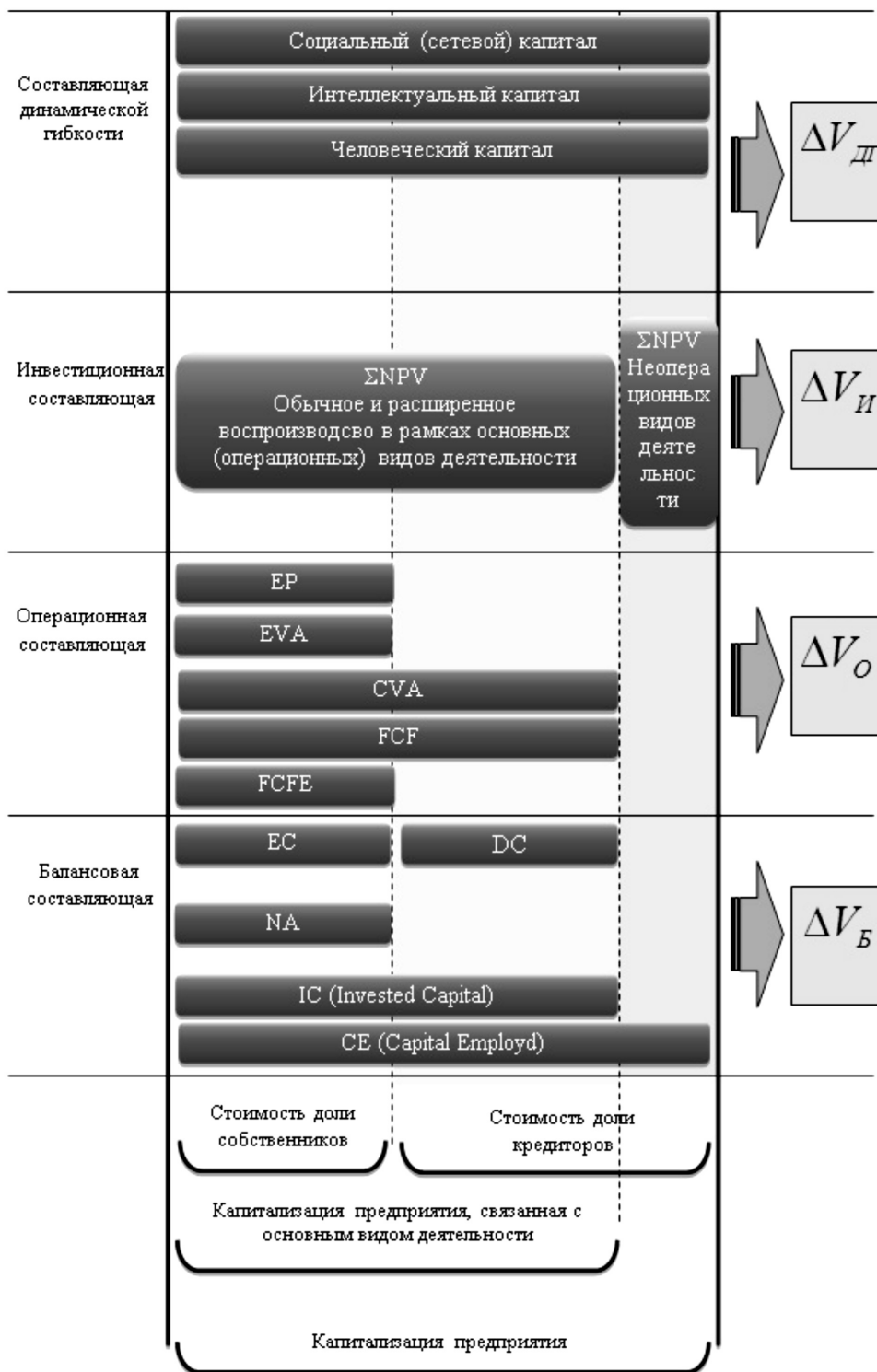


Рисунок 1. Интегрированная схема формирования структуры фундаментальной стоимости.

На этой схеме также расположены показатели, которые отвечают за оценку той или иной составляющей стоимости. Как видно из схемы, часть показателей стоимости можно отнести на стоимость задействованного капитала всего предприятия (суммарной капитализации). Часть показателей относится на инвестированный капитал и отражает стоимость предприятия с точки зрения операционной деятельности. Отдельно могут быть выделены показатели, характеризующие стоимостные характеристики (состояние и динамика) доли собственников, а также доли инвесторов.

В общем случае определение суммы балансовой и операционной стоимости предприятия представляет собой анализ эффективности использования инвестированного в основной вид деятельности капитала. Важный момент здесь заключается в выделении основного вида деятельности, а также анализа инвестированного и задействованного капитала. Обычно считается, что инвестированный капитал – это капитал, который собственники и инвесторы вкладывают в предприятие определенного вида деятельности, с определенным уровнем риска. Задействованный капитал – это весь капитал, включенный в деятельность предприятия, в том числе связанный с инвестициями в непрофильные виды деятельности и другими видами неоперационной деятельности.

Традиционно операционная стоимость рассчитывается на основе двух подходов – подход на основе капитализации свободного денежного потока и подход на основе капитализации экономической прибыли. Расчет проводится на основе разделения периода прогнозирования на два этапа – прогнозный, когда сохраняется рыночное преимущество предприятия и постпрогнозный, когда преимущество отсутствует. При этом важно отметить, что при расчете свободного денежного потока учитываются амортизация, изменения в размере основных средств за счет выбытия и капитальных вложений, а также изменения в оборотном капитале, инвестированном в оборотные средства.

В свою очередь инвестиции могут быть направлены на решение следующих задач:

- ◆ инвестиции на поддержание текущей технологической мощности торгового предприятия (это вложения сверх амортизационных отчислений) – т.е. решение задач обычного воспроизводства;
- ◆ инвестиции на расширение деятельности торгового предприятия – т.е. решение задач расширенного воспроизводства, которые в свою очередь также можно разделить на две группы:
 - ◆ расширение деятельности предприятия в рамках направлений уставной деятельности;
 - ◆ расширение деятельности предприятия за счет внедрения новых форм деятельности.

Несмотря на то, что многие авторы предполагают рассчитывать показатели стоимости, игнорируя ее внутреннюю сложную структуру, нами предполагается необходимым отделять инвестиционную деятельность предприятия и соответствующее задействование в ней капитала (инвестиции), так как планируемая норма отдачи от них, а также средневзвешенная стоимость капитала может существенным образом отличаться.

К составляющей динамической гибкости фундаментальной стоимости можно отнести следующие виды капитала [18]: интеллектуальный, человеческий, социальный (сетевой). Вместе с тем, по нашему мнению такой подход слегка упрощает ситуацию и не позволяет учитывать амортизационную политику предприятия.

Характеристикой балансовой стоимости предприятия могут служить такие показатели как совокупные активы (TA – Total Assets), чистые активы (NA – Net Assets), задействованный капитал (CE – Capital Employed), инвестированный капитал (IC – Invested Capital), а также величина собственного капитала (E – Equity) и величина долга (Debts).

Оценка балансовой стоимости может быть проведена либо на основе данных бухгалтерского учета, либо на основе специальных методов затратного подхода к оценке стоимости предприятия, например, на основе метода чистых активов. Фактически указанный уровень стоимости характеризует состояние инвестированного в активы предприятия капитала. На данном уровне оцениваются эффективность мероприятий обычного воспроизводства, т.е. поддержание активов предприятия на необходимом уровне с целью обеспечения выполнения заданных целевых показателей функционирования.

Динамика балансовой составляющей стоимости будет связана с трансформацией активов в отчетном периоде. В разрезе основных средств предприятия это изменение структуры основных средств предприятия (доля амортизируемых и неамортизируемых активов), выбытие (износ) и ввод в строй основных средств, амортизация, сверхнормативные амортизационные отчисления на поддержание активов, а также изменение их рыночной стоимости (моральный износ). В разрезе оборотных средств предприятия это изменение размера запасов и дебиторской задолженности.

Два элемента фундаментальной стоимости – балансовая и операционная составляющие выступают единым комплексом. Делов том, что как таковая, операционная стоимость возникает только в результате производственно-хозяйственной деятельности предприятия, материальной основой которой является балансовая составляющая фундаментальной стоимости.

Показателем положительного изменения операционной составляющей фундаментальной стоимости за отчетный период может служить показатель экономической прибыли EP, либо EVA – экономическая добавленная стоимость, как ее модификация.

Свободный денежный поток предприятия (FCFF), который согласно теории стоимости за время прогнозного и построгозного периода деятельности предприятия должен полностью заместить балансовую стоимость, т.е. стоимость инвестированного капитала является интегральной характеристикой создания стоимости на балансовом и операционном уровне.

На уровне инвестиционной составляющей фундаментальной стоимости рост стоимости может быть определен на основе изменения величины чистого дисконтированного потока денежных средств от инвестиции за отчетный период.

Факторами, определяющими стоимость инвестиционной составляющей будут:

- ◆ количество реализуемых инвестиционных про-

ектов;

- ◆ сроки реализации проектов,
- ◆ длительность прогнозного и построгозного периодов получения положительного денежного потока от каждого проекта;
- ◆ ставка дисконтирования проекта;
- ◆ индекс рентабельности.

Наиболее сложной для стоимостной оценки на наш взгляд представляется составляющая стоимости динамической гибкости, которая включает в себя три вида капитала: человеческий, интеллектуальный и сетевой. В настоящее время вопросы оценки этих видов капитала развиваются, однако общепринятых подходов еще не выработано. Наиболее простой представляется затратный подход к оценке данных видов капитала, который предполагает капитализацию затрат по соответствующим направлениям.

Таким образом в работе разработана и представлена иерархическая система показателей стоимости, которые могут быть использованы в системе управления развитием торгового предприятия.

ЛИТЕРАТУРА

1. Азимица Е. В., Суцеева Н. В. Выбор экономического механизма в системе управления долгосрочной эффективностью предприятия // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2015. № 6. С. 69–73.
2. Государство и рынок. Механизмы и методы регулирования в условиях перехода к инновационному развитию: коллективная монография в 2 томах. Том 1. СПб.: Астерион, 2010. 394 с.
3. Корелин В. В. Управление эффективностью предприятия на основе максимизации стоимости // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2015. № 2 (92). С. 46–51.
4. Пирогова О.Е. Проблемы учета кредиторской задолженности в структуре капитала торгового предприятия при оценке темпов роста стоимости // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2014. № 6. С. 42–47.
5. Егерев И. А. Стоимость бизнеса. Искусство управления. – М.: Дело, 2003. – 480с.
6. Когденко В.Г., Мельник В.М. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012. – 471с.
7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
8. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. – М.: Вершина, 2008. – 236 с.
9. Чернозуб О. В. Жизнь после кризиса. Стоимостной подход к управлению частной компанией. – М.: Альпина Паблишер, 2009. – 246с.
10. Кудина М. В. Теория стоимости компании. – М.: ИД "ФОРУМ": ИНФРА-М, 2010. – 368 с.
11. Николаевская О. А. Стоимостная оценка эффективности управления компанией: монография. – М.: ИД "БИБЛИО-ГЛОБУС", 2013. – 256 с.
12. Кокин А. С., Чепьюк О. Р. Разработка стратегии развития компании на базе концепции управления стоимостью // Экономический анализ: теория и практика. 2007. № 12 (93). С.11–20.
13. Бусов В. И. Управление стоимостью компании: учебное пособие для студентов специальностей: "Финансы и кредит" – 080105; Государственный университет управления. – М.:ГУУ, 2009. – 89с.
14. Паламарчук И. В. Методология финансового обоснования стратегических решений в российских корпорациях. Автореферат дисс. ... докт. экон. наук. М.: 2008. – 46 с.
15. Пирогова О. Е. Фундаментальная стоимость основа формирования системы управления развитием торгового предприятия // Экономика и управление. 2015. № 5. С. 49–55.
16. Пирогова О. Е. Формирование системы факторов стоимости торгового предприятия на основе модели фундаментальной стоимости // Известия Юго-Западного государственного университета. 2015. №4. С. 41–50.
17. Когденко В. Г. Анализ показателей создания стоимости // Экономический анализ: теория и практика. 2010. №19(184). С.26– 33.
18. Когденко В. Г. Фундаментальный анализ компании: особенности и ключевые индикаторы // Дайджест-финансы. 2014. №4(232). С. 2–15.