

МЕЖОТРАСЛЕВЫЕ И ОТРАСЛЕВЫЕ КОМПЛЕКСЫ

УДК 336.67:658.14:658.15

ключевые слова: стоимость бизнеса, рыночная стоимость, управление стоимостью, баланс интересов, корпоративное управление, проблема «владелец — агент»

А. С. Тонких, А. В. Ионов, А. С. Остальцев

ОБОСНОВАНИЕ ВЫБОРА МЕРОПРИЯТИЙ ПО ПОВЫШЕНИЮ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

В статье представлен инструментарий управления рыночной стоимостью предприятия на основе соблюдения баланса интересов и эталонной динамики показателей. На примере машиностроительного предприятия рассмотрено применение данного инструментария на практике.

Рост рыночной стоимости предприятия зависит от множества формализованных и неформализованных факторов. В [1] доказано, что рыночная стоимость в значительной степени зависит от баланса интересов в отношениях между собственниками и менеджерами предприятия. Концепция баланса интересов подробно изложена в монографии [2] и на сайте [3]. Для обеспечения баланса интересов необходимо, чтобы соблюдалась эталонная динамика ключевых показателей:

$$\left\{ \begin{array}{l} 1 < \text{Темп (Ч)} < \text{Темп (СА)} < \text{Темп (ВР)} < \\ < \text{Темп (П)} < \text{Темп (ЧП)}, \\ 1 \leq \text{Темп (Д)} \end{array} \right. , \quad (1)$$

где Ч — численность работающих;

СА — сумма совокупных активов;

ВР — выручка от реализации продукции;

П — прибыль до налогообложения;

ЧП — прибыль после выплаты процентов и налогов;

Д — сумма выплаченных дивидендов.

Темп роста показателя рассчитывается по формуле:

$$\text{Темп (a)} = \frac{a_2}{a_1}, \quad (2)$$

где Темп (a) — темп роста показателя a;

a_2 — значение показателя a в текущем периоде;

a_1 — значение показателя a в предыдущем периоде.

В [2, 3] представлен также алгоритм измерения степени сбалансированности интересов и выявления наиболее проблемных мест в сложившемся на предприятии балансе, а точнее дисбалансе отношений «акционер — менеджер».

Регулируя сложившийся баланс интересов, фирма воздействует на свою рыночную стоимость. Приближаясь к стопроцентному совпадению с эталонной динамикой показателей (1), менеджмент предприятия увеличивает его стоимость. Здесь нет разницы: торгуются ли акции предприятия на фондовом рынке или нет. Фирма вообще может не иметь акций, ее уставный капитал может быть сформирован за счет паев. Тем не менее, прямая продажа таких фирм возможна и, в соответствии с концепцией максимизации благосостояния собственников бизнеса, управлять рыночной стоимостью необходимо. Это означает, что менеджмент предприятия должен стремиться к полной сбалансированности интересов.

Соблюдение баланса интересов наблюдается далеко не у всех компаний. Действительно, это сложная управленческая задача, требующая системного подхода и учета взаимосвязи множества показателей, характеризующих результаты деятельности фирмы. В данном случае менеджменту недостаточно сконцентрировать свои усилия на обеспечении роста отдельных итоговых показателей, например, выручки и прибыли. Необходимо обеспечить их взаимосвязанный рост относительно друг друга (например, прибыль должна возрастать быстрее выручки). Именно эти усилия менеджмента и будут оцениваться рынком.

Так как эталонная сбалансированность интересов наблюдается достаточно редко, всегда есть возможность ее улучшить, попытаться достичь стопроцентного достижения. Балансом интересов можно и нужно управлять в целях

Таблица 1

Результаты хозяйственной деятельности ОАО «Редуктор» за период 2004–2008 гг.

№ п/п	Показатель	Обозначение	Годы				
			2004	2005	2006	2007	2008
1	Выручка от реализации продукции, млн руб.	ВР	370,0	447,4	692,0	840,0	628,6
2	Прибыль до налогообложения, млн руб.	П	1,5	3,6	1,0	4,2	2,6
3	Прибыль после выплаты процентов и налогов, млн руб.	ЧП	1,1	2,7	0,02	2,5	1,3
4	Стоимость активов, млн руб.	СА	218,6	286,5	413,8	512,8	575,2
5	Численность работающих	Ч	559	615	623	635	186
6	Сумма выплаченных дивидендов, руб./акцию	Д	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

роста стоимости бизнеса, избегания дефицита инвестиционных ресурсов, потери (полной или частичной) конкурентоспособности, а также угрозы существованию предприятия в долгосрочной перспективе. Для того чтобы улучшить достигнутый баланс интересов, необходимо определить, какие сферы деятельности предприятия являются наиболее проблемными и требуют первоочередных усилий.

Покажем, как происходит выявление наиболее узких мест в управлении балансом интересов. Это позволит формализовать процесс планирования первоочередных мероприятий в области управления балансом и, следовательно, рыночной стоимостью.

Открытое акционерное общество «Редуктор» — машиностроительный инжиниринговый холдинг, занимающийся производством приводной техники. Основным направлением деятельности предприятий холдинга является выпуск редукторов и мотор-редукторов общемашиностроительного применения, нефтепромыслового и подъемно-транспортного оборудования. Акции предприятия не обращаются активно на рынке, тем не менее собственники компании наверняка заинтересованы в росте ее рыночной стоимости. С помощью разработанного инструментария определим основные мероприятия, реализация которых приведет к росту стоимости бизнеса.

В 2004–2008 гг. ОАО «Редуктор» достигло следующих показателей деятельности (табл. 1).

По некоторым показателям (ВР и СА) наблюдается непрерывный рост в течение всего анализируемого периода. Прибыль в целом, за исключением 2006 г., также имеет тенденцию к росту. Численность персонала растет. Дивиденды по решению собственников предприятия не выплачивались, прибыль целиком направлялась на развитие, что подтверждается ростом активов предприятия.

На первый взгляд, результаты хозяйственной деятельности «Редуктора» отвечают потребностям самых взыскательных инвесторов. Акционеры должны быть довольны и уверены в том, что стоимость бизнеса растет, хотя акции предприятия и не обращаются на фондовом рынке. Посмотрим, изменится ли картина в контексте соблюдения баланса интересов и эталонной динамики показателей (1).

С помощью разработанной нами программы оценки сбалансированности интересов, размещенной в свободном доступе на сайте «Новые технологии финансового анализа и корпоративного управления» [3], рассчитаем степень соблюдения эталонной динамики показателей для ОАО «Редуктор» за период 2005–2008 гг. Результаты расчетов представлены в таблице 2.

Таблица 2

Сбалансированность интересов (соблюдение эталонной динамики показателей) для ОАО «Редуктор» за период 2004–2008 гг.

Показатель	Годы				Среднее значение	Коэффициент вариации (стабильность), %
	2004–2005	2005–2006	2006–2007	2007–2008		
Сбалансированность интересов, %	87,5	37,5	87,5	31,3	61,0	41,2

Как видно, анализируемая ситуация уже не является такой оптимистичной, как это могло показаться на первый взгляд. Разброс оценок варьируется от 30% (по нашей классификации: уровень сбалансированности интересов ниже среднего, менеджеры добиваются высоких результатов отдельных показателей, отвечающих их специфическим интересам, что в некоторых случаях благоприятно отражается на стоимости бизнеса) до 90% (очень высокий уровень сбалансированности интересов, моральная и

материальная удовлетворенность менеджеров напрямую зависит от достижения баланса интересов, сильные акционеры не только организовали эффективный внутрикорпоративный контроль, но и смогли нанять отвечающий их интересам менеджмент, что влечет за собой существенный прирост стоимости бизнеса).

Несмотря на внешнюю привлекательность, обеспечиваемую существенным ростом отдельных показателей и наличием регулярной прибыли, направляемой на развитие, в деятельности ОАО «Редуктор» наблюдаются значительные отклонения от эталонной динамики и баланса интересов. Нестабильность результатов в деле достижения баланса интересов, согласно нашим доводам, не способствует желаемому росту рыночной стоимости предприятия. Это не может устраивать собственников предприятия, если они являются рациональными экономическими субъектами и стремятся к максимизации своих выгод. Более того, несоблюдение эталонной динамики свидетельствует о неэффективном использовании ресурсов предприятия, что должно настораживать как собственников предприятия, так и его менеджмент.

Необходимо еще раз заметить, что имеющиеся негативные тенденции не диагностируются традиционными методами, внешне все благополучно: ключевые показатели растут, деятельность рентабельна, активы наращиваются, объемы продаж впечатляют. Поэтому менеджмент предприятия заслуживает высоких оценок, и если бы в его распоряжении был усовершенствованный (предлагаемый нами) инструментарий, то он наверняка сделал бы все возможное для устранения выявленных проблем.

Количественное значение баланса интересов для ОАО «Редуктор» изменяется со временем весьма значительно (табл. 2). Указанный показатель за четыре года составил: в 2005 г. 87,5%; в 2006 г. 37,5%; в 2007 г. 87,5%, в 2008 г. 31,3%, то есть от очень высокого уровня до ниже среднего в следующем году, с последующим резким ростом до высокой степени сбалансированности корпоративных интересов и вновь его снижением до невысокого уровня. Если брать в расчет только последний временной интервал, то мнение о менеджменте компании сложится негативное. Однако анализ данного показателя в предыдущие периоды уже не позволяет сделать такой однозначный вывод. Слишком значительные его изменения и довольно высокие значения в недавнем прошлом говорят о нестабильном характере качества управления на данном предприятии. Поэтому неопределенность,

связанная со сбалансированностью интересов в будущем, достаточно велика. Отсюда риски нарушения баланса существенны, и приходится соотносить два параметра сбалансированности — ожидаемое значение и неопределенность тенденции.

Здесь можно провести аналогию с концепцией компромисса между риском и доходностью в финансовом менеджменте, согласно которой наиболее доходные финансовые инструменты имеют наивысшую степень риска неполучения требуемой доходности. Поэтому, инвестируя денежные средства, инвестор готов пойти на снижение доходности до тех пор, пока риск не станет для него приемлемым. И наоборот. Так и в случае с соблюдением баланса интересов: высокое ожидаемое значение сбалансированности интересов может сопровождаться его значительными колебаниями в динамике, тогда как относительно невысокое его значение — определенным его постоянством. Эти моменты затрудняют выбор инвесторов в отношении объектов инвестирования, основанного на соблюдении интересов участников корпоративных отношений. Здесь выбор будет зависеть от предпочтений конкретного инвестора, то есть от выбора того, что важнее: высокая степень сбалансированности интересов либо ее стабильность. Но в отличие от компромисса между риском и доходностью (при которой высокая доходность не может сопровождаться низким риском), высший уровень сбалансированности интересов может быть стабильным в динамике, а значит, риск ее изменения может оставаться невысоким.

В статистике ожидаемое значение рассчитывают на основе арифметического среднего, называемого также эмпирическим математическим ожиданием:

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i, \quad (3)$$

где \bar{x} — среднее (ожидаемое) значение сбалансированности интересов;

x_i — значение сбалансированности интересов в период времени i ;

n — число наблюдаемых периодов времени, в которых анализируется баланс интересов.

Стабильность можно рассчитать на основе показателей вариации, например, среднего квадратичного отклонения:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}, \quad (4)$$

где σ — среднее квадратичное отклонение;

\bar{x} — среднее (ожидаемое) значение сбалансированности интересов;

x_i — значение сбалансированности интересов в период времени i ;

n — число периодов времени, в которых анализируется баланс интересов.

Однако для устранения влияния на показатели вариации размеров, масштабов анализируемых объектов (например, крупнейший по всем объемным показателям среди российских предприятий — «Газпром», соответственно, будет иметь и наибольшее абсолютное значение размаха вариации) рекомендуется использовать относительные показатели, в частности коэффициент вариации:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{x}} 100\%, \quad (5)$$

где CV — коэффициент вариации;

σ — среднее квадратичное отклонение;

\bar{x} — среднее (ожидаемое) значение сбалансированности интересов.

Чем меньше CV , тем стабильнее значение анализируемого показателя. В нашем случае довольно высокое значение CV (крайний правый столбец таблицы 2), равное 41,2% свидетельствует о нестабильности достигаемого баланса интересов, а значит, о высоких рисках его изменения. Среднее, оно же ожидаемое, значение сбалансированности интересов (табл. 2) состав-

ляет 61%, что соответствует (согласно предлагаемой классификации) высокому уровню сбалансированности интересов, при котором деятельность менеджеров является для потенциальных инвесторов сигналом о стремлении соблюдать их финансовые интересы, что, по их мнению, увеличивает внутреннюю стоимость предприятия. Данный вывод можно принять в качестве итоговой, обобщающей оценки деятельности менеджмента предприятия по управлению рыночной стоимостью бизнеса.

Средний уровень сбалансированности в 61% и стабильность на уровне 41% не позволяют рассчитывать на максимально возможный прирост рыночной стоимости. Необходимо предпринимать меры по повышению степени соблюдения эталонной динамики и снижению показателя стабильности. Для разработки искомых мероприятий воспользуемся разработанным алгоритмом построения корректирующей эталонной динамики [2, 3].

Сопоставляя ранги эталонного и фактического порядка показателей, выявим наиболее серьезные проблемы баланса интересов и управления рыночной стоимостью для ОАО «Редуктор». В качестве примера рассмотрим период 2007–2008 гг.

Вначале рассчитаем темпы роста показателей, используя данные таблицы 1. Полученные данные представлены в таблице 3.

Таблица 3

Темпы показателей деятельности ОАО «Редуктор» за период 2007–2008 гг.

№ п/п	Показатели	Обозначение	Темпы	Темпы предпочтительные
1	Выручка от реализации продукции	ВР	0,748	>1
2	Прибыль до налогообложения	БП	0,619	>1
3	Прибыль после выплаты процентов и налогов	ЧП	0,520	>1
4	Стоимость активов	СА	1,122	>1
5	Численность работающих	Ч	0,293	>1
6	Сумма выплаченных дивидендов	Д	0,000	>1

Таблица 4

Ранжированные темпы показателей деятельности ОАО «Редуктор» за период 2007–2008 гг.

№ п/п	Показатели	Обозначение	Нормативные ранги	Темпы фактические	Фактические ранги	Отклонение рангов	Степень проблемности
1	Выручка от реализации продукции	ВР	3	0,748	3	0	5
2	Прибыль до налогообложения	БП	2	0,619	4	-2	3
3	Прибыль после выплаты процентов и налогов	ЧП	1	0,520	5	-4	1
4	Стоимость активов	СА	4	1,122	1	3	6
5	Численность работающих	Ч	5	0,293	6	-1	4
6	Калибр (единица)	1	6	1,000	2		
7	Сумма выплаченных дивидендов	Д		0,000			1

Представленные результаты получены путем деления показателей столбца «2008» таблицы 6 на показатели в соответствующих строках столбца «2007». Например, темп роста выручки от реализации продукции (ВР) равен делению выручки 2008 г. (628,6 млн руб.) на выручку 2007 г. (840 млн руб.), что составляет 0,748. Аналогичным образом найдены остальные показатели.

В крайнем справа столбце таблицы представлены рекомендуемые темпы роста показателей относительно единицы. Только изменение стоимости активов соответствует нормативному. Все остальные показатели уменьшились по сравнению с предыдущим периодом. Это означает, что ресурсы предприятия в 2008 г. использовались неэффективно. Проведем дальнейшую диагностику. Сопоставим ранги эталонного и фактического порядка показателей (табл. 4).

В столбце «Нормативные ранги» показатели упорядочены в соответствии с эталонной динамикой (1) по убыванию темпов роста. Согласно (1), наивысшим темпом роста должен обладать показатель прибыли после выплаты процентов и налогов (ЧП), ему присваивается ранг «1». Следующий по величине роста в эталонной динамике показатель прибыли до налогообложения (БП), ему соответствует ранг «2» и т. д. В качестве калибра принята единица, которая ограничивает снизу рост всех показателей: они должны расти во времени, их темп роста должен быть больше единицы. Следовательно, калибру присваивается наивысший ранг «б».

Так как показатель суммы выплаченных дивидендов (Д) рассматривается отдельным неравенством, ему не присваивается нормативный ранг. Напомним, что в отношении Д применяется следующее правило: если показатель не уменьшается во времени и его значение не равно нулю, то он не считается проблемным; если же он равен нулю или наблюдается его снижение в динамике, то степень его проблемности рассматривается как наивысшая.

В столбце «Темпы фактические» приведены данные из таблицы 8. По этим данным в столбце «Фактические ранги» в порядке убывания проранжированы фактические темпы роста показателей. Так, наивысший рост имеет показатель стоимости активов (СА) — 1,122, ему присваивается ранг «1». Следующий по убыванию значений — калибр (единица), его ранг — «2» и т. д. Наименьший темп роста у численности работающих (Ч), ему соответствует ранг «б».

Далее оценивается отклонение фактических рангов от нормативных, из нормативных рангов

вычитаются ранги фактические. Например, для выручки от реализации продукции нормативный ранг равен 3, фактический — 3, разница составит 0; для прибыли до налогообложения нормативный ранг — 2, фактический — 4, разница — -2 и т. д.

Завершающим этапом является расстановка приоритетов для выявленных проблем с целью улучшения ситуации. Улучшение ситуации для ОАО «Редуктор» подразумевает рост сбалансированности интересов с достигнутых 31,3% (табл. 2) до значения, близкого к 100%. Необходимо выявить наиболее проблемные места в управлении балансом интересов (имеем в виду управление рыночной стоимостью), после чего направить основные усилия на их позитивное изменение. Присвоим степень приоритетности в соответствии с отклонением фактических рангов от нормативных.

Во-первых, как было отмечено ранее, невыплата дивидендов является серьезным нарушением права акционеров на получение текущих доходов. Даже несмотря на то, что это произошло с ведома собственников предприятия, которые дали согласие направить прибыль предприятия на его развитие в полном объеме. В [4] приводится критика подобного подхода со стороны одного из крупнейших инвесторов современности Уоррена Баффета. Он считает, что реинвестирование всей прибыли фирмы — это тоже самое, что залезть в карман собственников предприятия. У менеджеров в этом случае нет мотивации к поиску иных способов увеличения капитала фирмы, привлечение которых требует больших усилий, чем реинвестирование прибыли. Более того, финансирование деятельности за счет собственного капитала фирмы снижает эффективность его использования [5]. Действительно, если проблемы постоянно решаются за счет собственников, то у менеджеров пропадает стимул выявлять все новые и новые резервы роста производительности капитала. Как бы не развивалась ситуация, помощь от собственников поступит вовремя, и это не потребует больших трудозатрат.

Подтверждением сказанному служит опережающий рост совокупных активов ОАО «Редуктор» по отношению к основным результирующим показателям — выручке от реализации и прибыли. Рост активов означает рост авансированного в деятельность предприятия капитала, который вкладывается с целью повышения отдачи от него. Отдача от капитала выражается показателями выручки и прибыли. Отсутствие адекватного росту активов роста

прибыли и выручки свидетельствует о неэффективном использовании капитала фирмы, в том числе и предоставленного собственниками в виде реинвестированной прибыли. Поэтому невыплата дивидендов рассматривается как нарушение баланса интересов и одна из самых серьезных проблем управления стоимостью бизнеса. Показателю дивидендных выплат в этом случае присваивается наивысшая степень проблемности «1», что отражено в таблице 4.

Во-вторых, для оставшихся показателей (помимо Д) степень проблемности определяется в соответствии с отклонением фактических рангов от нормативных. Наименьшее отклонение (-4) имеет показатель прибыли после выплаты процентов и налогов (ЧП). Согласно нашему алгоритму, ему присваивается наряду с показателем суммы выплаченных дивидендов (Д) наивысшая степень проблемности — «1». Отклонение рангов для прибыли до налогообложения (БП) составляет -2, ему присваивается, учитывая, что наиболее проблемными показателями являются ЧП и Д, степень проблемности «3» и т. д. В итоге имеем граф настоятельности в управлении рыночной стоимостью (рис. 1).

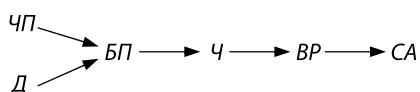


Рис. 1. Граф настоятельности в управлении стоимостью бизнеса для ОАО «Редуктор» по итогам 2008 г.

Показатели, требующие первоочередной корректировки, расположены в начале графа, наименее проблемные — в конце. Как видно, для обеспечения роста рыночной стоимости ОАО «Редуктор» в первую очередь необходимо уделить внимание формированию прибыли после выплаты процентов и налогов и начать выплачивать дивиденды, которые в последующие периоды, по крайней мере, не должны снижаться.

Для выплаты дивидендов достаточно лишь решения Собрания акционеров, которое должно определить их сумму и порядок выплаты. Что же касается недостаточного уровня чистой прибыли (прибыли после выплаты процентов и налогов), то он обусловлен более быстрым ростом расходов по сравнению с доходами. Проанализируем изменение доходов и расходов ОАО «Редуктор» в 2008 г. (табл. 5).

Снижение объемов реализации в 2008 г., вызванное в большей степени ухудшением хозяйственной конъюнктуры и финансовым кризисом, должно было сопровождаться соответствующим снижением себестоимости продукции.

Тем не менее, мы видим, что если объемы продаж снизились на 25%, то затраты связанные с производством продукции, — только на 23%. Следовательно, необходим более тщательный контроль за производственными расходами. Иначе потенциал формирования прибыли — основного критерия результативности деятельности — будет снижаться. Это, безусловно, не может устраивать акционеров.

Таблица 5

Доходы и расходы ОАО «Редуктор»
за период 2007–2008 гг.

№ п/п	Показатель	Обозначение	Годы		Темп роста
			2007	2008	
1	Выручка от реализации продукции, млн руб.	ВР	840,0	628,6	0,748
2	Операционные расходы:				
2.1	Себестоимость реализованной продукции, млн руб.	СП	634,7	488,1	0,769
2.2	Коммерческие расходы, млн руб.	КР	3,2	6,5	2,031
2.3	Управленческие расходы, млн руб.	УР	205,0	136,3	0,665

Настораживает и значительный рост коммерческих расходов (более чем в 2 раза). Коммерческие расходы — это затраты, связанные с продвижением продукции. Учитывая, что выручка снизилась на 25%, а затраты, связанные с продажей продукции возросли в 2 раза, можно утверждать: произведенные расходы оказались явно излишними, что негативно отразилось на прибыли предприятия. Необходимо привести коммерческие расходы в соответствие с объемами продаж.

Благоприятно характеризует менеджмент предприятия значительное снижение управленческих расходов. Предприятие вовремя среагировало на ухудшение рыночной конъюнктуры, сопровождаемое снижением объемов продаж и сократило расходы на управление, что в определенной степени нивелировало ухудшение финансового состояния. Однако это снижение не компенсировало недостаточного снижения производственных и коммерческих расходов, что негативно отразилось на формировании прибыли предприятия, ухудшении баланса интересов и, как следствие, на рыночной стоимости предприятия.

Окончательные рекомендации для менеджмента ОАО «Редуктор» для обеспечения роста стоимости бизнеса в ближайшем будущем:

- выплата дивидендов;
- усиление контроля производственных расходов (снижение себестоимости продукции)

Степень проблемности ключевых показателей баланса интересов ОАО «Редуктор» за период 2005–2008 гг.

№ п/п	Показатель	Обозначение	Годы				Среднее значение
			2005	2006	2007	2008	
1	Выручка от реализации продукции, млн руб.	ВР	1	4	1	5	2,8
2	Прибыль до налогообложения, млн руб.	П	3	3	3	3	3,0
3	Прибыль после выплаты процентов и налогов, млн руб.	ЧП	3	1	3	1	2,0
4	Стоимость активов, млн руб.	СА	6	4	6	6	5,5
5	Численность работающих	Ч	3	4	3	4	3,5
6	Сумма выплаченных дивидендов, руб.	Д	1	1	1	1	1,0

должно быть адекватно снижению объемов продаж);

— сокращение коммерческих расходов (в нашем случае понесенные расходы не привели к обеспечению необходимого уровня продаж, следовательно, были неэффективны и избыточны).

Для целей управления рыночной стоимостью ОАО «Редуктор» на долгосрочную перспективу, а также для устранения влияния на этот процесс спекулятивных и нефундаментальных факторов целесообразно проанализировать узкие места в балансе интересов за несколько периодов времени (табл. 6).

В столбце «Годы» представлена степень проблемности показателей баланса интересов по годам, полученная в соответствии с рассмотренным выше алгоритмом. В столбце «Среднее значение» по формуле (3) рассчитано среднее значение проблемности показателей, представляющее собой эмпирическое математическое ожидание. Это означает, что в случае непринятия мер по улучшению баланса интересов его ожидаемое значение составит 61% (табл. 2), а основными узкими местами, тормозящими рост рыночной стоимости, будут показатели с наименьшим средним значением проблемности (табл. 6). В отношении ОАО «Редуктор» ими будут:

1) сумма выплаченных дивидендов (среднее значение проблемности — 1);

2) прибыль после выплаты процентов и налогов (среднее значение проблемности — 2,0);

3) выручка от реализации продукции (среднее значение проблемности — 2,8).

Для наглядности трансформируем столбец «Среднее значение» в граф настоятельности (рис. 2).

Д → ЧП → ВР → БП → Ч → СА

Рис. 2. Граф настоятельности в управлении стоимостью бизнеса для ОАО «Редуктор» на долгосрочную перспективу

Получим довольно любопытный результат. На первый взгляд, драматичная ситуация с достижением баланса интересов в 2008 г. обусловлена ухудшением рыночной конъюнктуры и финансовым кризисом. Отчасти это так. Многие фирмы свернули или секвестрировали свои инвестиционные программы в условиях недостатка денежной ликвидности и банковского кредитования. ОАО «Редуктор» — машиностроительное предприятие, продажи продукции которого зависят именно от инвестиционного спроса. Этим, скорее всего, и объясняется серьезное снижение продаж предприятия в 2008 г. Однако в контексте соблюдения баланса интересов (эталонной динамики (1)) и управления рыночной стоимостью снижение выручки не является главной проблемой. Дело в том, что ключевыми проблемами для ОАО «Редуктор» выступают не выручка от реализации продукции (ВР), а выплачиваемые дивиденды (Д) и чистая прибыль (ЧП). Мы с уверенностью заявляем, что именно эти факторы ограничивают рост рыночной стоимости предприятия, и кризис здесь не оказывает решающего влияния. Если бы акции ОАО «Редуктор» обращались на открытом рынке, то, вероятно, это удалось бы подтвердить соответствующим изменением котировок акций. Рекомендации по исправлению ситуации в целом за период такие же, как и для 2008 г., ввиду совпадения характера проблем.

Таким образом, с помощью построенного инструментария мы определили достигнутый менеджерами уровень результата в управлении рыночной стоимостью ОАО «Редуктор»: 31,3% в 2008 г. и 61% в среднем за последние четыре года. Как видно, резервы роста рыночной стоимости есть. Для роста сбалансированности интересов до 100% выявлены первоочередные мероприятия, которые приведут к максимальному приросту стоимости бизнеса. Причем выбор управленческих действий формализован, а не

основан на экспертных и интуитивных оценках, что является серьезным подспорьем менеджеру предприятия в процессе управления рыночной стоимостью. Как было показано выше, для управления рыночной стоимостью по эталонной динамике показателей необязательно, чтобы акции предприятия активно обращались на фондовом рынке. Более того, для управления стоимостью по эталонной динамике ключевых показателей нет необходимости оценивать и знать саму рыночную стоимость, что объективизирует и упрощает процесс управления.

Построение эталонной динамики показателей позволяет провести оценку баланса интересов предприятия, измерить результативность управления стоимостью, дает непосредственную информацию для выправления сложившейся ситуации и обосновывает систему мониторинга динамики предприятия. Полученная

информация выступает основой сбалансированности интересов и повышения эффективности управления.

Список литературы

1. *Тонких А. С., Ионов А. В.* Управление стоимостью бизнеса на основе баланса интересов // Вестник Финансовой академии. 2009. №3(51). с. 50–57.
2. *Тонких А. С.* Моделирование результативного управления корпоративными финансами. Екатеринбург — Ижевск : ИЭ УрО РАН. 2006. 200 с.
3. Новые технологии финансового анализа и корпоративного управления. [Сайт]. URL: <http://www.freean.ru/>.
4. *Баффет У.* Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями : пер. с англ. / сост., авт. предисл. Лоренс Каннигем. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. 268 с.
5. *Ковалев В. В.* Введение в финансовый менеджмент. М. : Финансы и статистика, 2001. 768 с.