

УДК 658.013

Т.В. Пономаренко, В.П. Скобелина

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ ГОРНО-ХИМИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ С УЧЕТОМ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ

Ценность компании является интегрированным финансовым показателем. На стоимостном анализе основана концепция управления стоимостью компании, или ценностно-ориентированный менеджмент (VBM). VBM как система управления включает четыре основных модуля: оценивание, стратегию, финансы и корпоративное управление. На примере двух крупных интегрированных компаний, занятых в горнохимической отрасли России и Канады, выполнены расчеты показателей стоимости по одной из моделей VBM-менеджмента.

Ключевые слова: ценность, ценностно-ориентированный менеджмент, инвестиционная стратегия, управление ценностью.

Для того чтобы построить эффективную систему управления стоимостью бизнеса, необходимо определить, что такое стоимость и ценность компании, и как ее можно оценить с необходимой степенью точности. В корпоративных финансах базовой смысловой единицей является выбор, осуществляемый индивидуумом-собственником денег, актива, доли в капитале компании. Этот выбор делается на основе оценки экономической выгоды, которую можно определить как разницу между ожидаемыми результатами и предполагаемыми затратами. При рассмотрении действия и принятии решения определяется, какую ценность имеет то или иное благо, и какова его стоимость [4]. Из множества альтернатив выбирается наиболее ценная, а ценность наилучшей из отвергнутых альтернатив формирует альтернативную стоимость, таким образом, стоимость – это ценность альтернативы.

Базовая концепция корпоративных финансов заключается в том, что целью функционирования любой

компании является максимизация ценности капитала ее собственников. Все технологии оценки на базе ожидаемых денежных потоков (DCF-valuation) фактически строятся на использовании этого принципа. Ценность компании является интегрированным финансовым показателем. Рост стоимости является основным индикатором успешной работы компании. Как показывает практика, ее увеличение для акционеров не противоречит интересам других заинтересованных сторон. Успешно действующие компании создают больше стоимости для всех участников экономической среды – потребителей, работников, государства (через выплачиваемые налоги) и инвесторов. Поэтому можно сказать, что стоимость – лучшая из общеизвестных оценок результатов деятельности компании.

На стоимостном анализе основана концепция управления стоимостью компании, или ценностно-ориентированный менеджмент (value-based management, VBM). В основе ценно-

стно-ориентированного менеджмента лежит стоимостная модель, обладающая основными характеристиками[6]: максимизация стоимости компании означает максимизацию благосостояния всех владельцев капитала; оценка осуществляется на длительном временном промежутке; инвестиционный риск владельцев капитала обуславливает требуемую доходность инвестирования и величину затрат на капитал; действует эффективный рынок капитала с рациональным поведением инвесторов; учитывается управленческая гибкость.

Характеристики и особенности стоимостного анализа определяют принципы управления стоимостью[6]: стоимость – это функция ожидаемых в будущем денежных потоков; стоимость компании определяется будущими денежными выгодами, получаемыми от использования имеющихся и потенциально доступных ресурсов; будущие денежные выгоды определяются исходя из свободного денежного потока или показателя экономической прибыли; ключевой элемент анализа создаваемой стоимости — требуемая доходность по инвестированному капиталу; вложение средств осуществляется ради получения денежных и иных выгод, которые удовлетворяют интересы основных заинтересованных лиц (стейкхолдеров) компании; выгоды, получаемые от инвестирования, должны не только окупить вложенные средства, но и риск, связанный с отсрочкой выгод от момента инвестирования; для оценки ценности выбираются два периода: прогнозный период (плановый) и постпрогнозный период. Выбор прогнозного периода должен соответствовать достижению компанией устойчивого состояния, т.е. такого, при котором значение темпа роста свободного денежного потока не меняет-

ся[5], с целью дальнейшей фиксации результатов ее деятельности в течение постпрогнозного периода.

ВМ является системой управления организацией, органично включающей в себя четыре основных модуля: оценивание, стратегию, финансы и корпоративное управление[1]. Модуль оценивания предполагает выбор модели и процедур определения ценности компании для ее собственников, мониторинг изменения ценности, определение драйверов (механизмов) создания новой ценности. Модуль стратегии устанавливает ясную связь между ценностью компании для собственников и корпоративными и бизнес-стратегиями, поэтому ВМ может рассматриваться как отдельное направление стратегического менеджмента. Модуль финансов описывает финансовую политику компании, нацеленную на создание ценности. Модуль корпоративного управления направлен на согласование интересов собственников и менеджеров.

Основные принципы системы ценностно-ориентированного менеджмента (ВМ):

- методика оценки деятельности компании должна быть максимально простой и основанной на информации системы бухгалтерского учета и внутреннего контроля;
- сравнительный анализ на основе внешней информации должен быть простым и понятным по методике;
- ежегодная оценка эффективности деятельности проводится не только по показателям баланса, но и отчета о финансовых результатах, поэтому учитывает динамику свободного денежного потока и риски хозяйственной деятельности;
- выводы о динамике развития компании в долгосрочной перспекти-

ве должны основываться на модели DCF (включая метод реальных опционов);

- методика оценки деятельности и управленческие решения должны быть связаны с доходностью акционерного капитала, средневзвешенной ценой капитала и ожидаемой доходностью.

Существует широкий диапазон способов измерения ценности компании и конкурирующих методов. Система измерений, применяемая для определения стоимости компаний, может изменяться в зависимости от целей проведения оценки и специфики компаний. Компания должна выбрать адекватную модель оценивания и разработать на основе этой модели систему инструментов, позволяющих принимать на всех уровнях управления организацией решения, обеспечивающие рост ценности для акционеров.

Все модели оценки ценности компании можно классифицировать по методу определения ценности, по продолжительности оцениваемого периода времени, по использованию исторических или прогнозных оценок, по сложности внесения корректировок в учетную информацию, по способу расчета показателей, по виду потоков, создающих ценность, по типу денежного потока. По методу определения ценности все модели можно классифицировать на методы прямой оценки (оценивающие ценность) и методы относительной оценки (оценивающие доходность). По продолжительности оцениваемого периода времени - модели, основанные на использовании информации за год и модели, основанные на расчетах за долгосрочный период. По использованию исторических или прогнозных оценок все модели делятся соответственно на использующие отчетные

данные и ориентированные на прогнозные оценки. По сложности внесения корректировок в учетную информацию модели очень разнообразны и могут быть представлены в виде упорядоченного набора методов. По способу расчета ключевого показателя все модели можно разделить на 4 вида: показатели роста, показатели возврата, показатели остаточного дохода, показатели денежного потока. По виду потоков, создающих ценность: модель дисконтирования дивидендов, модель дисконтирования денежного потока, модель остаточной прибыли. В стоимостном анализе и управлении стоимостью применяется несколько типов денежного потока: чистый денежный поток, денежный поток по операционной деятельности, свободный денежный поток, капитальный денежный поток, дисконтированный денежный поток.

Каждый из методов включает три уровня: на нижнем уровне находятся факторы (драйверы) стоимости, которые определяют показатели периодической оценки эффективности деятельности (на среднем уровне), используемыми для расчета ценности по одной из моделей (верхний уровень).

Не все модели пригодны для оценки любой компании. Оценка ценности компаний, обращающихся на фондовом рынке, может быть произведена по любой из моделей. Оценка капитализации выполняется на основе рыночных оценок. При этом следует определять недостоверную капитализацию, а при достоверной капитализации капитализированные стоимости определенным образом усреднять и прогнозировать. При оценке капитализации компании не исключены ошибки, имеющие следующие причины [2]: значительная волатильность стоимости акций российских компаний в течение короткого периода

Сравнительная оценка основных показателей деятельности и стоимости «МХК «Еврохим» и «Potash Corporation of Saskatchewan»

Показатели	Годы					
	2006		2007		2008	
	Млн. руб.	млн. долл. США ¹	Млн. руб.	млн. долл. США	Млн. руб.	млн. долл. США
1. Инвестированный капитал в отчетном году (IC)						
Еврохим	9706	368,61	8287	337,61	36944	1257,42
PotashCorp		861,70		762,6		1690,5
2. Чистая прибыль						
Еврохим	6986	265,31	16174	658,93	27889	949,23
PotashCorp		631,8		1103,6		3495,2
3. Капитал (по балансу)						
Еврохим	44724	1698,52	56813	2314,53	93643	3187,26
PotashCorp		5787,45		7966,8		9982,7
4. Амортизация ОС и НМА						
Еврохим	3014	114,47	3138	127,84	2835	96,50
PotashCorp		242,4		291,4		327,5
5. Рентабельность капитала, доли ед.						
Еврохим		0,16		0,29		0,30
PotashCorp		0,11		0,14		0,35
6. Свободный денежный поток (FCF)						
Еврохим	294	11,17	11025	449,16	-6220	-211,69
PotashCorp		12,50		632,4		2132,2
7. Экономическая добавленная стоимость						
Еврохим	5142	195,27	14683	598,16	21608	735,47
PotashCorp		468,08		966,33		3207,82

времени; высокая вероятность манипуляции курсовой стоимостью акций компании ее крупными акционерами; общая нестабильность российской финансовой ситуации (резкие колебания курса доллара, уровня инфляции и т.д.). Для компаний, акции которых не обращаются на фондовом рынке, применяются модели, основанные на расчетной ценности, оперирующие показателями бухгалтерской финансовой отчетности, скорректированными определенным образом.

Таким образом, основные идеи ценностно-ориентированного менеджмента не подвергаются сомнению. Концепция важна как для теории, так и для практики стратегиче-

ского управления, т.к. ценностно-ориентированный менеджмент обеспечивает взаимосвязь между системами финансового и стратегического менеджмента.

В определенной мере применение ценностно-ориентированного менеджмента иллюстрируют расчеты, выполненные по ключевым интегрированным компаниям горнохимической отрасли России и Канады (таблица).

В условиях рыночной экономики главная цель реализуемых инвестиционных решений – сохранение и наращивание конкурентных преимуществ, позволяющих компании устойчиво функционировать на рынке [6]. Управление ценностью компании включает следующие этапы:

1. Оценка финансово-инвестиционной стратегии;

¹ Расчет произведен по курсу ЦБ РФ на 31.12. соответствующего года.

2. Оценка и выбор стратегических направлений развития, с учетом потенциальных резервов и возможностей, максимизирующих стоимость компании и обеспечивающих возникновение или рост конкурентных преимуществ;

3. Оценка эффективности принятых стратегических решений как создающих или разрушающих ценность.

При качественном анализе инвестиционной активности компании следует учитывать влияние внешних и внутренних факторов. Обобщенным показателем влияния внешней среды может выступать инвестиционный климат, оценка которого связана с макроэкономическими и страновыми рисками, развитием финансового и фондового рынков.

Ориентация на рыночные индикаторы компании (поведение инвесторов на рынке) при оценке инвестиционных возможностей может в ряде случаев существенно исказить инвестиционное поведение компании. Не всегда высокие рыночные мультипликаторы сигнализируют о потенциале роста и необходимости активизировать инвестиционную деятельность. Рядом исследователей, в т.ч. основоположником теории ценностно-ориентированного менеджмента Т. Коуплендом [3], на основе эмпирических исследований доказано, что между прибылью, приростом прибыли, EVA и ее приростом, с одной стороны, и рентабельностью акционерного капитала, с другой стороны, т.е. отдельными элементами VBM, нет никакой связи. Им показано, что все инвестиционные решения могут быть классифицированы на 4 типа в зависимости от соотношения между средневзвешенной ценой капитала (WACC), фактической рентабельностью инвестированного капитала (A(R)) и ожи-

даемой рентабельностью капитала (E(R)):

1. инвестирование при значении фактической рентабельности инвестированного капитала (A(R)) выше цены капитала (WACC) и ожидаемой рентабельности (E(R)) приводит к росту курса акций и благосостояния акционеров, поэтому рекомендуется инвестировать;

2. инвестирование при значении фактической рентабельности инвестированного капитала (A(R)) ниже цены капитала (WACC), но превышающей ожидаемую рентабельность (E(R)), приводит к росту курса акций, однако интересы акционеров пострадают, поэтому рекомендуется воздержаться от инвестиций, т.к. оно избыточное;

3. инвестирование при значении фактической рентабельности инвестированного капитала (A(R)) выше цены капитала (WACC), однако ниже ожидаемой рентабельности (E(R)) приводит к снижению курса акций, однако инвестирование выгоднее выплаты дивидендов, поэтому при недостаточности инвестиций рекомендуется инвестировать;

4. инвестирование при значении фактической рентабельности инвестированного капитала (A(R)) ниже как цены капитала (WACC), так и ожидаемой рентабельности (E(R)) приводит к снижению курса акций, т.к. компания не оправдала ожиданий рынка, акционерам выгоднее, чтобы компания отказалась от инвестиций.

Управление ценностью компании, направленное на рост ценности, может осуществляться с применением различных вариантов инвестиционной политики. В результате может быть обеспечено как сохранение, так и рост ценности, вплоть до достижения устойчивых темпов роста.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Волков Д.Л. Управление ценностью: показатели и модели оценки. // Российский журнал менеджмента, 2005, том 3, № 4. С. 67-76.
2. Гвоздик А.А., Тришин В.Н «О выборе предприятий-аналогов для сравнительного метода оценки действующего предприятия (бизнеса) и согласовании результатов различных подходов». // "Имущественные отношения в Российской Федерации", 2003, №2.
3. Коупленд Т., Долгофф А. Expectations-Based Management. Как достичь пре-восходства в управлении стоимостью компании. М., ЭКСМО, 2009.
4. Лимитовский М., Паламарчук В. Базовые категории и особенности их российской интерпретации. // "Корпоративные стратегии", 2009, № 07 (9273).
5. Рассказова А.Н. Финансовые аспекты корпоративного управления. Расчет добавленной стоимости собственного капитала. // Финансовый менеджмент, 2002, №5.
6. Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. М.: Вершина, 2007. **ИДБ**

КОРОТКО ОБ АВТОРАХ

Пономаренко Татьяна Владимировна – доцент, кандидат экономических наук, Санкт-Петербургский государственный горный институт,
Скобелина Валентина Петровна – профессор, доктор технических наук, Санкт-Петербургский государственный горный институт, rectorat@spmi.ru



МЕСТОРОЖДЕНИЯ МИРА

Начало на с. 298.

Ведущим геолого-промышленным типом собственно серебряных месторождений является золото-серебряный. Обычно это крупные месторождения (Дукатское, Уннейваямское в России, Пачука, Гуанохуато в Мексике). Они связаны с риолитовыми, андезит-риолитовыми и гранит-порфировыми формациями вулканоплутонических поясов. Основным морфологическим типом рудных тел являются минерализованные зоны дробления и линейные штокверковые зоны протяженностью 1200—1000 м и мощностью 3—30 м, включающие жилы и жильные зоны. На некоторых месторождениях (Актепе в Узбекистане, Архарлы в Казахстане) преобладают жильные типы рудных залежей.

Месторождения минерализованных и прожилково-жильных зон в терригенных и терригенно-карбонатных комплексах приурочены к мощным песчано-сланцевым и карбонат-сланцевым ритмично-слоистым толщам. Рудные тела представляют собой круто- и пологозалегающие зоны прожилково-вкрапленной минерализации, иногда со стержневыми жилами и по простиранию прослеживаются на сотни метров. По масштабам это средние и крупные объекты. Руды этих месторождений относятся к золото-серебряному (Высоковольтное, Косманачи в Узбекистане) и полисульфидно-серебряному типам (Прогноз, Мангазейское в Якутии, Асхатин в Монголии).

Среди других менее распространенных типов собственно серебряных месторождений следует отметить месторождения штокверковых прожилково-вкрапленных руд в вулканогенных породах вулканоплутонических поясов (Большой Канимансур в Таджикистане, Реаль-Лос-Анхелес в Мексике, Деламар в США). На этих месторождениях преобладают низкосортные руды, пригодные к отработке открытым способом с минимумом подготовительных работ.

Продолжение на с. 365.