

## СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ УЧАСТНИКОВ ИНТЕГРИРОВАННОЙ ПРОМЫШЛЕННОЙ КОМПАНИИ

© 2015 Родионова Людмила Николаевна

доктор экономических наук, профессор

© 2015 Ахунов Руслан Ямилевич

кандидат экономических наук

© 2015 Ибрагимова Лейсан Динаровна

Уфимский государственный авиационный технический университет

450000, Республика Башкортостан, г. Уфа, ул. К. Маркса, д. 12

E-mail: natalia.fomina@mail.ru

Обосновывается актуальность задачи сравнительной оценки эффективности деятельности отдельных институтов в системе ИПК, проводится сравнение эффективности деятельности финансовых институтов и “промышленных” участников группы.

*Ключевые слова:* интегрированная промышленная компания, сравнительная оценка, аналоговый подход, стоимостной подход, имущественный подход, денежный подход.

Одной из актуальных практических задач управления интегрированными корпоративными структурами является определение и сравнение эффективности деятельности различных ее участников. Проблемы сравнительной оценки эффективности деятельности производственных структур достаточно глубоко разработаны как в теории экономического анализа, так и на практике. Различные методики сравнения деятельности однородных финансовых институтов достаточно полно освещаются в российской научной экономической литературе. Особенно широкое распространение получили различного рода рейтинги банков и страховых компаний. Наиболее известными в этой области являются: рейтинги и тематические исследования информационного агентства “BankStars”; рейтинг (рэнкинг) российских банков по ключевым показателям деятельности, рассчитываемый по методике Banki.ru с использованием отчетности кредитных организаций РФ, публикуемой на сайте Банка России; рейтинг надежности банков Moneyzzz.ru; рейтинг надежности, сформированный на основе оценок, выданных банкам известными международными агентствами, такими как Fitch, Moody’s, Standard & Poor’s, а также “Национальным Рейтинговым Агентством”, и некоторые другие. Однако все перечисленные источники предлагают подходы к сравнительной оценке однородных объектов, будь то промышленные предприятия, банки или

страховые компании. Проблемы сравнительной оценки эффективности деятельности институтов различного рода деятельности недостаточно разработаны в научной литературе. В практике функционирования реальных интегрированных промышленных компаний (ИПК) или финансово-промышленных групп (ФПГ) часто возникает необходимость сравнительной оценки деятельности именно различного рода институтов. Это особенно важно для “централизованно” управляемой группы, деятельность всех участников которой жестко контролируется со стороны основного участника группы (например, инициатора создания коммерческого банка) или управляющей компании.

Для сравнения эффективности деятельности разнородных участников финансово-промышленной группы и их ранжирования по эффективности деятельности, по нашему мнению, могут быть использованы следующие подходы:

1) аналоговый подход - заключается в сравнении участника группы с аналогичным институтом, действующим вне группы и являющимся лидером на соответствующем рынке (производство определенных товаров, оказание брокерских, страховых, лизинговых услуг и пр.). Сравнение производится по основным показателям, наиболее полно характеризующим данный вид бизнеса;

2) стоимостной - заключается в оценке прироста стоимости компании за оцениваемый период. В этом случае стоимость выступает как

измеритель ценности компании для ее владельцев, а ее прирост - как конечная оценка эффективности ее деятельности.

Рассмотрим каждый из подходов более подробно.

Для реализации *аналогового подхода* к сравнительной оценке эффективности деятельности участников ИПК или ФПГ предлагается следующий алгоритм.

На первом этапе идентифицируется деятельность каждого конкретного участника рассматриваемой группы с точки зрения его основного “функционального назначения”, т.е. рынков, на которых оперирует данный участник, и перечень основных выполняемых операций.

На втором этапе для каждого из рассматриваемых участников (объектов) подбирается множество аналогов, т.е. объектов внешней среды (по отношению к группе), которые являются или потенциально могли бы быть конкурентом оцениваемого участника группы на конкретном рынке товаров (услуг), либо объект, выполняющий такие же функции (производственные, финансовые посреднические, торговые и т.д.) и не являющийся прямым конкурентом оцениваемого участника группы. Как правило, подбор аналога не представляет большого труда, поскольку в России действует в настоящее время немало указанных институтов. В этом случае эксперту, проводящему отбор аналогов, следует лишь обратить внимание на некоторые аспекты деятельности аналогов (специализация по операциям, клиентам и пр., наличие лицензий, имеющихся у оцениваемого участника группы, и др.).

На третьем этапе отбираются наиболее важные показатели деятельности (основные показатели функционирования) каждого из участников группы и его аналогов. Таким образом, для каждого  $k$ -го участника формируется вектор значений показателей функционирования  $A_k[j]$ .

На четвертом этапе среди множества реальных объектов-аналогов производится выбор ведущего аналога (эталона) путем рейтинговой оценки с использованием известных методов ранжирования по совокупности показателей функционирования объекта, отобранных на втором этапе. Например, может быть использована методика рейтинговой оценки предприятий по показателям финансово-хозяйственной деятельности, предложенная в<sup>1</sup>.

$$P_i = \sqrt{(1 - x_{1j})^2 + (1 - x_{2j})^2 + \dots + (1 - x_{nj})^2},$$

где  $P_i$  - интегральный показатель для  $i$ -го аналога;  $x_{1j}$ ;  $x_{2j}$ ; ...;  $(1 - x_{nj})$ .

Для оцениваемого участника группы рассчитывается такой же интегральный показатель эффективности функционирования.

На пятом этапе определяется рейтинговая оценка каждого участника группы путем отнесения значения интегрального показателя эффективности функционирования участника группы к значению того же показателя ведущего аналога.

В основе расчета итогового показателя рейтинговой оценки лежит сравнение финансового института по каждому показателю функционирования с эталонным аналогом, имеющим лучшие результаты по интегральному показателю. Таким образом, базой получения рейтинговой оценки служат не субъективные предположения экспертов, а сложившиеся в реальной рыночной конкуренции наиболее высокие результаты из совокупности объектов в соответствующих сферах бизнеса.

В контексте оценки эффективности деятельности различных участников финансово-промышленной группы *стоимостным методом* безусловного внимания заслуживает рассмотрение подходов к оценке результатов деятельности компаний с точки зрения различных участников экономического процесса: собственников, наемных работников компании, ее потребителей и поставщиков, правительства, кредиторов.

В современной экономической литературе предлагаются самые различные подходы к определению стоимости. По нашему мнению, наиболее прогрессивным и точным является подход к пониманию стоимости, предложенный специалистами McKinsey & Company: “Стоимость компании представляет собой будущий ожидаемый денежный поток, дисконтированный по ставке, отражающей присущий ему риск. Дисконтированный денежный поток учитывает все факторы стоимости компании”<sup>2</sup>. Однако точных процедур для оценки стоимости ими не предлагается. Значительная роль отводится экспертным оценкам и прогнозам.

Прогнозирование будущего денежного потока имеет определенного рода погрешности, которые возрастают при отдалении прогнозной даты

от текущей. В связи с этим определяющее воздействие на величину будущего ожидаемого потока оказывает сложившаяся величина денежного потока. Сложившуюся величину денежного потока можно оценить по двум составляющим:

- по текущей величине денежного потока за оцениваемый период;

- по стоимости чистых активов к моменту окончания оцениваемого периода, представляющей собой накопленный до момента оценки денежный поток.

В зависимости от этапа развития и стратегии оцениваемой компании текущая величина денежного потока может снижаться для максимизации денежного потока в долгосрочной перспективе. В этом случае за счет снижения текущего денежного потока и, соответственно, снижения цен и/или роста затрат происходит завоевание компанией рыночных позиций и увеличение объемных показателей. Объемный показатель, по которому производится оценка, выбирается в зависимости от специфики деятельности оцениваемой компании. Например, для промышленного предприятия за объемный показатель следует принимать выручку от реализации. Увеличивая сумму выручки от реализации за счет низких цен и/или увеличения затрат на экспансию, предприятие захватывает долю на рынке. После достижения определенных рыночных позиций денежный поток может быть увеличен до качественно более высокого уровня.

Точная оценка стоимости компании изначально невозможна, поскольку базируется на прогнозировании будущего. Данная предпосылка об изначальной погрешности стоимостной оценки подтверждается бесконечными колебаниями курсов котируемых акций. Курс котируемых акций в идеале есть средневзвешенная оценка стоимости (или будущего дисконтированного денежного потока) множества независимых экспертов. Эта неопределенность выражается в значительной доле экспертных оценок во всех распространенных методах.

На основании суждений о природе стоимости и о сложившихся подходах к ее оценке в целях методики оценки стоимости как показателя эффективности деятельности компании предлагается выделить в качестве основных факторов стоимости: денежный поток - как индикатор текущей доходности; чистые активы - как индикатор накопленных доходов и ликвидационной стоимо-

сти; объемный показатель - как важный фактор, корректирующий оценку текущей доходности и оказывающий значительное влияние на будущий ожидаемый денежный поток. Следует отметить, что предлагаемый подход к оценке стоимости полностью совпадает с общепринятой практикой оценки стоимости компании.

Очевидно, что выделение объемного показателя в качестве самостоятельного фактора стоимости укладывается в рамки рыночного подхода к оценке стоимости. Сравнение с "рыночным" аналогом производится именно по выбранному объемному показателю.

Для расчета оценочной стоимости по доходному подходу необходимо определить ставку дисконтирования денежного потока. Учитывая пренебрежение рисками, представляется возможным принять ставку дисконтирования равной средней рыночной доходности вложений сроком от 6 месяцев до 1 года, что является альтернативной доходностью вложений для собственника. Для стандартизации процедур расчета ставки дисконтирования она принимается равной 3/4 средневзвешенной за период оценки ставки рефинансирования ЦБ РФ. Денежный поток равен сумме всех доходов оцениваемой компании за вычетом всех ее расходов. Обратным счетом денежный поток равен сумме чистой (реинвестируемой) прибыли компании и начисленной амортизации.

Для расчета стоимостной оценки по имущественному подходу может быть использован "Порядок расчета стоимости чистых активов, утвержденный Министерством финансов РФ"<sup>3</sup>. При этом в случае выявления постоянных значительных расхождений между балансовой и рыночной стоимостью чистых активов может быть произведена соответствующая корректировка порядка расчета чистых активов. Объемный показатель должен отражать масштабы основной деятельности оцениваемой компании. Выбирается в зависимости от ее отраслевой принадлежности. Влияние объемного показателя на будущий ожидаемый денежный поток зависит от множества факторов, являющихся специфическими для каждой конкретной отрасли и компании. К числу таких факторов могут относиться: типы рынков, на которых действует компания; тип потребителей товаров / услуг компании; ценовая эластичность спроса; приверженность потребителей конкретному виду продукции / услуг / марке и т.п. Различия между этими факторами более значительны

между компаниями разных отраслей и менее значительны между компаниями внутри отрасли. Ввиду этого возможно оценить влияние объемного показателя, приведя его к стоимостной оценке с помощью мультипликатора, отражающего взаимосвязь между рыночной капитализацией и объемным показателем для компаний данной отрасли, имеющих рыночные котировки, в среднем по РФ.

$$M_{ОП} = \frac{\sum_{i=1}^N \frac{K_i}{ОП_i}}{N},$$

где  $M_{ОП}$  - среднеотраслевой мультипликатор;

$K_i$  - капитализация  $i$ -й компании;

$ОП_i$  - значение объемного показателя для  $i$ -й компании;

$N$  - число компаний данной отрасли, участвующих в расчете;

$С_{ОП} = ОП \cdot M_{ОП}$  - стоимостная оценка по объемному показателю, где  $ОП$  - значение объемного показателя оцениваемой компании.

В случае, если в данной отрасли РФ отсутствуют компании, имеющие рыночную капитализацию, предлагается рассчитывать мультипликатор следующим образом: из данных отчетности за соответствующий период отбираются положительные значения реинвестируемой прибыли компаний отрасли; для отобранных компаний рассчитываются отношения прибыли к объемному по-

казателю; из полученного ряда значений отбрасываются 2/3 минимальных значений; оставшиеся значения делятся на ставку дисконтирования, используемую при оценке стоимости по доходному подходу; рассчитывается среднее из полученных значений.

Получить единую оценку, отражающую влияние перечисленных главных факторов стоимости, возможно путем расчета средневзвешенной стоимостной оценки. Для этого каждому из методов экспертно присваивается весовой коэффициент. Значимость каждого из методов для конечной оценки определяется этапом развития компании. Так, при приоритете интенсивного роста масштабов деятельности больший вес присваивается методу по объемному показателю. Для большинства равномерно развивающихся компаний считаем целесообразным принять равенство весовых коэффициентов методов. Тем самым признаются равнозначными значения оценок накопленных доходов, текущей доходности и будущей ожидаемой доходности.

<sup>1</sup> Родионова Л.Н., Пашин С.Т. Управление инновациями: экономические аспекты. Уфа, 2009. С. 282.

<sup>2</sup> Аоки М. Фирма в японской экономике : пер. с англ. Санкт-Петербург, 2008.

<sup>3</sup> Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ : приказ Министерства финансов Российской Федерации № 10н, приказ Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 29 янв. 2003 г. № 03-6/пз. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=41303>.

Поступила в редакцию 03.08.2015 г.