

Байдильдина А.М.

Методологические аспекты формирования конкурентной стратегии управления стоимостью бизнеса в холдинговых структурах

В статье рассматриваются проблемы эффективной реализации конкурентной стратегии холдинга посредством применения функциональных стратегий: финансовой и инвестиционной, в рамках которой осуществляется максимизация стоимости холдинговой компании. Разработка стратегии управления стоимостью бизнеса холдинговой структуры должна учитывать то, что стоимость холдинга формируется в результате использования всех активов и финансовых ресурсов, в том числе и тех активов, которые не отражаются в консолидированной бухгалтерской отчетности холдинга.

Ключевые слова: холдинговая структура, конкурентная стратегия, стоимость бизнеса, управление стоимостью, финансовый коэффициент.

Baydildina A.M.

Methodological aspects of formation of competitive strategy of management of business cost in holding structures

In article it is considered problems of effective realization of competitive strategy of holding, by means of application of functional strategy: financial and investment within which maximizing cost of the holding company is carried out. Development of strategy of management of cost of business of holding structure, has to consider that the cost of holding is formed as a result of use of all assets and financial resources including those assets which aren't reflected in the consolidated accounting reports of holding.

Key words: holding structure, competitive strategy, business cost, management of cost, financial coefficient.

Байдильдина А.М.

Холдингтік құрылымдардың бизнес құнын басқарудың бәсекелестік стратегиясы құрылуының методологиялық аспектілері

Мақалада холдингтің бәсекелестік стратегиясын тиімді жүргізу мәселесі қарастырылған. Бұл мәселені шешу мақсатында холдингтік компанияның құнын максимизациялау жолында қаржы және инвестициялық стратегияларды қолдану арқылы жасау керектігі зерттелген. Холдингтік құрылым бизнесінің құнын басқаруда, холдингтің құны барлық активтерді және қаржы ресурстарды пайдалану нәтижесінде құрылатынын ескеру керек, оның ішінде холдингтің шоғырландырылған бухгалтерлік есептілігінде көрсетілмейтін активтерден де.

Түйін сөздер: холдингтік құрылым, бәсекелестік стратегия, бизнес құны, құнын басқару, қаржы коэффициент.

**МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ
АСПЕКТЫ
ФОРМИРОВАНИЯ
КОНКУРЕНТНОЙ
СТРАТЕГИИ
УПРАВЛЕНИЯ
СТОИМОСТЬЮ
БИЗНЕСА
В ХОЛДИНГОВЫХ
СТРУКТУРАХ**

Реализация конкурентной стратегии должна обеспечивать холдинговой структуре рост ее рыночной стоимости в долгосрочном периоде. Причем этот рост может быть обеспечен различным образом, поскольку на формирование конечного значения стоимости оказывает влияние достаточно большое число факторов внешней и внутренней среды. По этой причине конкурентную стратегию холдинга целесообразно рассматривать как стратегию увеличения его рыночной стоимости (стоимости бизнеса). Это полностью соответствует концепции стоимостного подхода к управлению [1].

На корпоративном уровне, то есть на уровне холдинга в целом, конкурентная стратегия воплощается в совокупности управленческих решений, направленных на развитие того или иного бизнеса холдинга, формирование конкурентных преимуществ от совместной деятельности бизнес-единиц, механизма распределения ресурсов между дочерними предприятиями холдинга и т.д. Разработанная корпоративная стратегия холдинга максимизирует рыночную стоимость компании. При необходимости мероприятия, проводимые в рамках этой стратегии, могут включать приобретение или продажу отдельных бизнесов и бизнес-единиц. Часто стратегия максимизации стоимости холдинга формируется как результат интеграции стратегий отдельных бизнес-единиц на основе тщательного анализа этих стратегий.

Конкурентная стратегия бизнес-единицы также должна содержать совокупность мероприятий, в результате осуществления которых бизнес-единица сможет добиться конкурентных преимуществ. В дальнейшем эти преимущества позволят ей создавать экономическую добавленную стоимость. Разработке стратегии предшествует тщательный анализ рынка, конкурентов и имеющихся у бизнес-единицы материальных и нематериальных активов и других нематериальных факторов производства, включая интеллектуальный потенциал трудовых ресурсов.

Важными инструментами, способствующими эффективной реализации конкурентной стратегии холдинга, являются также его функциональные стратегии, как финансовая и инвестиционная [3, 4, 5]. Именно реализация этих функциональных стратегий в первую очередь влияет на создание новой стоимости в холдинговой компании и способствует формированию стоимостного подхода к управлению компанией.

Стратегия максимизации стоимости как холдинговой компании в целом, так и отдельных дочерних предприятий холдинга предполагает создание и использование в деятельности холдинга различных объектов интеллектуальной собственности (технологических инноваций), являющихся продуктом интеллектуальной деятельности персонала холдинга. Это могут быть как новые продукты (продуктовые инновации), так и новые технологии производства этих продуктов (процессные инновации). Ориентация холдинговой компании на инновационные процессы предполагает осуществление капиталовложений в новые разработки, в том числе и капиталовложений с высоким уровнем риска (венчурных инвестиций), создание в рамках холдинговой структуры новых предприятий и освоение новых рынков. При этом часто возникает необходимость проведения таких организационных и финансовых операций, как слияние, поглощение, эмиссия и выкуп акций, и ряда других [5]. Также важно учитывать, в какой степени холдинговая компания при существующих параметрах (организационной структуре, производственных мощностях, качестве производимой продукции) способна наращивать стоимость, то есть какие внутренние и внешние факторы в наибольшей мере оказывают влияние на формирование рыночной стоимости холдинговой компании.

Стратегия максимизации рыночной стоимости холдинговой компании предполагает, что источником стоимости компании служит ее способность создавать положительные значения чистых денежных потоков и капитализировать прибыль от инвестиций. Вследствие этого конкурентную стратегию холдинговой компании, ориентированную на максимизацию стоимости, нужно разрабатывать таким образом, чтобы обеспечить наиболее ранние притоки денежных средств и наиболее поздние их оттоки.

Процесс формирования стоимости холдинговой структуры можно рассматривать как разновидность инвестиционного проекта. В этом проекте, как и в любом другом, существуют инвестиционные и текущие затраты холдинга, а также полученные им результаты. Разность между суммой дисконтированных результатов и суммой дисконтированных затрат образует вновь созданную в холдинге стоимость, или стоимость его бизнеса [2]. Эта стоимость может существовать в виде как материальных, так и нематериальных, в том числе интеллектуальных, активов холдинга.

Поскольку в практической деятельности холдинговой структуры возникают различные вари-

анты формирования результатов и затрат, то на уровне холдинга необходимо выбрать наилучший вариант стратегии управления стоимостью. Для этого в рамках каждой из этих стратегий оцениваются потребность в ресурсах и величина экономической добавленной стоимости, которая может быть создана в рамках той или иной стратегии. Для формирования альтернативных стратегий необходимо иметь совокупность прогнозов, на которых строится стратегическое планирование. При оценке стратегии особый акцент делается на ключевые факторы стоимости, а также на потенциальные угрозы со стороны конкурентов и возможности холдинговой компании. Это означает, что по каждому альтернативному варианту стратегии формирования стоимости выполняется расчет совокупности динамических (дисконтированных) показателей и по критерию максимума стоимости выбирается наилучшая альтернатива.

Однако по сравнению с управлением процессами реализации обычных инвестиционных проектов (например проектов, связанных со строительством новых знаний, созданием и вводом в эксплуатацию новых организационно-производственных структур и т.д.) управление стоимостью бизнеса холдинговой структуры имеет ряд особенностей. Эти особенности обусловлены, во-первых, значительной продолжительностью временного интервала, в течение которого формируется стоимость бизнеса, во-вторых, наличием большого числа факторов, воздействующих на итоговое значение показателя стоимости, и т.д. Возникающие особенности усложняют как процесс управления стоимостью холдинговой структуры, так и процесс самой оценки стоимости, включая выбор подходов и методов оценки, формирование экономико-математических моделей и т.д. Все это приводит к неоднозначной трактовке получаемых результатов оценки.

В рамках разработки конкурентной стратегии руководство холдинговой компании прежде всего должно сформировать совокупность долгосрочных и краткосрочных планов, установив целевые нормативы, которые на практике определяются через ключевые факторы стоимости. Далее необходимо разработать совокупность бюджетов, в рамках которых намечаются конкретные шаги по достижению поставленных целей на планируемый период деятельности. Затем разрабатываются системы экономической и внеэкономической мотивации и оценки результатов деятельности структурных подразделений холдинга, позволяющие осуществлять мониторинг выполнения целевых нормативов и побуж-

дающие работников к решению поставленных перед ними задач.

Таким образом, разработка конкурентной стратегии, в рамках которой осуществляется максимизация стоимости холдинговой компании, охватывает следующие управленческие процессы:

- 1) разработка альтернативных стратегий и выбор наилучшей альтернативы;
- 2) определение целевых нормативов;
- 3) составление совокупности операционных и финансовых бюджетов;
- 4) организация системы поощрения персонала на основе оценки результатов его деятельности.

Эти элементы системы охватывают всю организационную структуру холдинга, связывая между собой все ее звенья, начиная от корпоративного центра и заканчивая уровнем бизнес-единиц (включая конкретные бизнес-процессы и конкретные операции). При достижении намеченных целей создания стоимости холдинговой компании все ее функциональные стратегии и целевые нормативы на всех уровнях управления должны быть согласованы с главной стратегической целью холдинга.

Формируя стратегию управления стоимостью бизнеса холдинговой структуры, необходимо обоснованно выбрать длительность временного интервала, на протяжении которого формируется стоимость. Правильное определение длительности этого интервала особенно актуально при оценке стоимости методов доходного подхода, так как прогнозная величина суммарного денежного потока, определяющая стоимость бизнеса, во многом зависит от длительности временного интервала (числа слагаемых в экономикоматематической модели оценки стоимости), на протяжении которого формируются эти потоки.

При расчете стоимости бизнеса холдинговой структуры одним из ключевых показателей является норма дисконта (ставка дисконтирования). Она используется для целей приведения разновременных результатов и затрат к единому моменту расчета. Проблема выбора нормы дисконта состоит не только в том, что для стоимостной оценки результатов и затрат могут использоваться разные виды цен (например текущие, прогнозные и дефлированные), которые различным образом влияют на учет фактора инфляции в составе нормы дисконта [2, 3].

Основная проблема выбора обоснованной нормы дисконта состоит в том, что консолидированные финансовые потоки на уровне холдинговой структуры формируются как алгебраическая сумма финансовых потоков конкретных

предприятий холдинга. Дисконтируя эти потоки, следует учитывать, что представление менеджмента одних предприятий о доходности, риске и других параметрах финансового потока может существенно отличаться от представления менеджмента других предприятий холдинга, поэтому возникает задача формирования такой нормы дисконта, которая наилучшим образом увязывала бы финансовые интересы всех предприятий холдинга. В рамках решения этой задачи необходимо разработать механизм управления рисками холдинговой структуры.

Учитывая, что сроки, в течение которых реализуется конкурентная стратегия холдинга и, соответственно, формируется стоимость его бизнеса, весьма значительны по продолжительности, расчет результатов и затрат в текущих ценах может привести к искажению итогового значения показателя стоимости. Теоретически можно считать, что стоимость бизнеса в рамках холдинговой структуры формируется на бесконечно большом временном интервале, поэтому при оценке стоимости расчеты показателей целесообразно выполнять в прогнозных или дефлированных ценах. В этом случае предполагается учет уровня инфляции, складывающегося на протяжении временного интервала оценки. Следовательно, расчет результатов и затрат, формирующих стоимость бизнеса холдинговой структуры, в прогнозных или дефлированных ценах приведет к тому, что норма дисконта будет изменяться по шагам расчетного периода.

Кроме того, формируя стратегию управления стоимостью бизнеса холдинговой структуры, следует учитывать, что на параметры этой стратегии влияют не только микроэкономические, но и макроэкономические факторы, в том числе экономическая ситуация в стране, регионе и т.д. Влияние этих факторов оценивается путем учета в составе нормы дисконта составляющих риска. В реальной ситуации многие виды рисков обусловлены нестабильностью экономической и политической ситуации, возможностью неполучения запланированных доходов в рамках оцениваемого бизнеса и т.д. Учет этих факторов при оценке стоимости бизнеса также приведет к тому, что норма дисконта будет изменяться по шагам расчетного периода.

Для того чтобы излишне не усложнять экономико-математические модели, на основе которых выполняются расчеты стоимости бизнеса, временной интервал, в течение которого формируется стоимость бизнеса, разбивают на два временных интервала – прогнозный и постпрогнозный периоды. На каждом из этих времен-

ных интервалов норму дисконта, как правило, считают постоянной величиной. При этом, используя методы доходного подхода, стоимость бизнеса, формирующуюся на протяжении прогнозного периода, оценивают методом дисконтирования денежных потоков, а стоимость, формирующуюся на протяжении постпрогнозного периода, – методом капитализации прибыли [2].

При определении той части стоимости бизнеса холдинговой структуры, которая формируется на протяжении постпрогнозного периода, необходимо обоснованно выбрать ставку капитализации, определить вид и рассчитать величины консолидированного денежного потока, который непосредственно капитализируется. Кроме того, основываясь на результатах деятельности холдинга в прогножном периоде, надо осуществить прогнозирование среднегодовых темпов роста его бизнеса в постпрогножном периоде. В первую очередь это касается динамики чистой выручки и чистой прибыли холдинга. Результаты прогнозирования могут приводить к тому, что для оценки стоимости бизнеса холдинга в постпрогножном периоде будут использоваться различные экономико-математические модели. Как правило, в основе этих моделей лежит линейная зависимость капитализируемого денежного потока от времени. При этом скорость капитализации чистой прибыли холдинга в этих моделях может быть различной.

В процессе оценки стратегии управления стоимостью бизнеса холдинговой структуры возникает проблема, обусловленная тем, что стоимость активов, отраженная как в консолидированном балансе, так и в других формах финансовой отчетности холдинга, не соответствует рыночной стоимости этих активов. В связи с этим балансовую стоимость основных средств и нематериальных активов (в первую очередь исключительных прав интеллектуальной собственности) холдинга необходимо пересчитать на восстановительную стоимость, то есть стоимость воспроизводства этих активов в определенный момент времени. Стоимость оборотных средств корректируют на стоимость неликвидов, а из состава дебиторской задолженности исключают просроченные элементы. Описанный нами подход лежит в основе использования метода избыточной прибыли, который широко применяется при оценке стоимости деловой репутации различных предприятий.

Разрабатывая стратегию управления стоимостью бизнеса холдинговой структуры, следует учитывать, что стоимость холдинга формируется в результате использования всех активов и

финансовых ресурсов, в том числе и тех активов, которые не отражаются в консолидированной бухгалтерской отчетности холдинга. К таким активам относятся, во-первых, деловая репутация, во-вторых, оборудование, полученное по лизинговым договорам (если оно не учитывается на балансе лизингополучателя), в-третьих, технологии, приобретенные на основе патентных и беспатентных лицензионных соглашений, и т.д.

В этой ситуации ориентация на использование при оценке стоимости бизнеса холдинга методов затратного подхода, например метода чистых активов, может привести к неверным результатам. Однако на создание активов, не отраженных в бухгалтерской отчетности предприятия холдинга, были затрачены финансовые ресурсы, поэтому эти активы наряду с активами, отраженными в консолидированной бухгалтерской отчетности холдинга, участвуют в генерировании потоков денежных средств. В то же время в состав имущества холдинговой структуры могут входить активы, которые не генерируют потоки денежных средств, например приобретенное, но не установленное оборудование. Таким образом, ориентация на методы доходного подхода, например метод дисконтирования денежных потоков, также может исказить конечную величину стоимости и, соответственно, дать неверные представления о результатах реализации стратегии управления стоимостью бизнеса холдинга.

Оценка стоимости бизнеса холдинга в значительной степени зависит от того, на каком этапе реализации стратегии управления стоимостью эта оценка выполняется. Учет этого фактора во многом предопределяет ориентацию расчетов, выполняемых в рамках оценки стоимости бизнеса холдинга, на использование доходного, затратного или сравнительного подходов. Эти подходы, в свою очередь, предполагают использование достаточно большого арсенала количественных методов оценки. Естественно, что использование для оценки стоимости бизнеса холдинга различных экономико-математических моделей, сущность которых определяется положенными в их основу подходами и методами, приводит к различным результатам расчета, поэтому для определения итогового значения стоимости бизнеса холдинговой структуры необходимо согласовать результаты расчетов, полученные при использовании различных подходов и методов.

В ситуации, когда оценивается стоимость не всего бизнеса в целом, то есть стоимость не всего холдинга, а только его части, при расчетах стоимости используется система скидок. Например,

при определении стоимости пакета акций, который отличается от контрольного пакета, используются скидки на неконтрольный характер пакета и недостаточную его ликвидность. При этом необходимо установить конкретные значения величин скидок, отражающие особенности деятельности оцениваемой холдинговой структуры. Сделать это не так просто, так как на величину скидок оказывает влияние достаточно большое число факторов. На практике, как правило, используют средние значения, рекомендованные специализированными компаниями, которые устанавливают их по результатам анализа процессов слияния различных предприятий. Однако эти значения могут не совсем адекватно отражать ситуацию в анализируемой холдинговой структуре и, соответственно, исказить результаты реализации стратегии управления стоимостью бизнеса холдинга.

Расчет стоимости бизнеса, хотя всегда и базируется на конкретных экономико-математических моделях, характеризуется субъективностью, которая проявляется, во-первых, в выборе подходов и методов оценки, а во-вторых – в формировании массива исходных данных, необходимых для расчета как стоимости бизнеса, так и ряда других финансово-экономических показателей деятельности холдинговой или другой структуры. Исходные данные, формируемые на разных этапах реализации стратегии управления стоимостью бизнеса, могут варьироваться в достаточно широких пределах. Достоверность этих исходных также зависит от многих факторов и может быть различной. Комбинации этих

исходных данных представляют собой соответствующие сценарии реализации конкурентной стратегии холдинга и, соответственно, стратегии формирования стоимости его бизнеса. Следовательно, полученные в процессе оценки значения стоимости бизнеса холдинговой структуры будут представлять собой вероятностные значения. Кроме того, эти значения будут варьироваться в достаточно широких пределах. Вследствие этого при определении итогового значения стоимости бизнеса холдинговой структуры целесообразно использовать различные приемы согласования полученных значений стоимости. В литературных источниках, посвященных оценке бизнеса [2, 3], рекомендуется использовать логическое согласование результатов расчетов и их математическое взвешивание. Причем математическое взвешивание предполагает, что для установления итогового значения стоимости оцениваемого бизнеса могут использоваться среднее, средневзвешенное, медианное значения и т.д.

Таким образом, несмотря на то, что оценка стоимости бизнеса холдинговой структуры основывается на количественных методах, на основе которых разрабатываются различные экономико-математические модели, тем не менее, она во многом является творческим процессом. Вот почему при формировании стратегии управления стоимостью бизнеса холдинга и оценке результатов реализации этой стратегии необходимо учитывать не только количественные, но и качественные параметры бизнеса, включая ту социальную роль, которую бизнес играет в обществе.

Литература

- 1 Горбунов А.Р. Управление финансовыми потоками. Проект «сборка холдинга». – М.: Глобус, 2003.
- 2 Иванов И.В., Баранов В.В. Оценка бизнеса: Методы и модели оценки стоимости предприятий традиционных и наукоемких отраслей: учеб. пособие. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
- 3 Мейер, Маршал В. Оценка эффективности бизнеса: пер. с англ. – М.: ООО «Вершина», 2004.
- 4 Скотт М. Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости: пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2000.
- 5 Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / пер. с англ. – М.: Альпина Паблшер, 2004.
- 6 А.В. Зайцев, «Имущественные отношения в Российской Федерации». – № 2. – февраль 2009 г.

References

- 1 Gorbunov A.R. Upravlenie finansovymi potokami. Proekt "sborka holdinga". – M.: Globus, 2003.
- 2 Ivanov I.V., Baranov V.V. Ocenka biznisa: Metody i modeli ocenki stoimosti predpriyatij traditsionnyh i naukoemkih otraslej: ucheb. posobie. – M.: Al'pina Biznes Buks, 2007.
- 3 Mejer, Marshal V. Ocenka jeffektivnosti biznisa / per. s angl. M.: ООО "Verzhina", 2004.
- 4 Skott M. Faktory stoimosti: rukovodstvo dlja menedzherov po vyjavleniju rythagov sozdaniya stoimosti / per. s angl. – M.: ЗАО "Olimp – Biznes", 2000.
- 5 Jevans Frjenk Ch., Bishop Djevid M. Ocenka kompanij pri slijanijah i pogloshhenijah: Sozdanie stoimosti v chastnyh kompanijah / per. s angl. – M.: Al'pina Pablisher, 2004.
- 6 A.V. Zajcev, «Imushhestvennye otnoshenija v Rossijskoj Federacii», № 2, fevral' 2009 g.