

# Отдельные стратегические решения в реализации концепции управления стоимостью

Дмитрий КОРСУНСКИЙ



РУП «Институт недвижимости и оценки», заместитель генерального директора, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: korsunsky@ino.by

УДК 338.24

**Ключевые слова:**

*управление рыночной стоимостью; драйверы стоимости; владельческая стратегия; качество управленческих решений.*

ной стоимости компании, с одной стороны, становится сегодня основной целью собственника, а с другой – может служить для него надежной оценкой эффективности работы наемных менеджеров. С этой точки зрения стоимость приобретает статус универсального показателя в процессе управления компанией [2].

Внедрение стратегии управления стоимостью в рамках системы управления компанией потребует на первом этапе определения точки отсчета – рыночной стоимости начального периода, чтобы в последующем тестировать качество управленческих решений на основе динамики изменения данного параметра.

Сложность в реализации указанного этапа на белорусских предприятиях, по мнению автора, может быть связана с несколькими объективными причинами. Первая причина заключается в ограниченной возможности определения стоимости бизнеса по аналогичным компаниям, что связано с размером, а также низкой активностью рынка слияний и поглощений (далее – М&А) и фондового рынка (например, объем публичных сделок М&А в Беларуси в 2019 г. составлял 167 млн. долл. США, в 2020 г. – только 21 млн. долл. США [3]). Вторая причина, являющаяся следствием первой, – низкое качество и небольшой объем рыночной информации – требуется от управленческой команды развития навыков финансового

моделирования для определения стоимости доходным методом.

Целью настоящей статьи является рассмотрение отдельных ключевых вопросов для компаний, принявших решение о внедрении системы управления стоимостью, а также возможных подходов к выстраиванию владельческой стратегии начального периода на основе полученных данных о рыночной стоимости.

## Способы определения рыночной стоимости компании

Определение рыночной стоимости на первом этапе внедрения системы управления стоимостью потребует от собственника и/или руководства компании ответа на вопрос о способе определения стоимости – путем привлечения стороннего консультанта или собственными силами.

Управление стоимостью – деятельность, связанная с воздействием на определенные аспекты (драйверы стоимости) для поступательного устойчивого роста стоимости компании в интересах стейкхолдеров.

При этом не лишним будет учитывать тот очевидный факт, что одной из целей системы является мониторинг качества управленческих решений, а значит, их долгосрочное влияние на рыночную стоимость компании, что потребует периодического пересчета стоимости или ее отдельных производных (например,

**Б**лагосостояние собственника компании исчисляется двумя основными факторами: рыночной стоимостью его доли и размером дивидендного потока. В течение XX в. доля чистой прибыли, направляемой на выплаты дивидендов собственникам, постоянно снижалась (например, в США в 1930-е гг. она составляла примерно 90%, в 2000-е гг. – примерно 30% [1, табл. 15]), что прежде всего связано с необходимостью постоянного реинвестирования в компанию для сохранения и/или расширения доли рынка сбыта. Поэтому поступательный устойчивый рост рыноч-

экономической прибыли). Возможно, с учетом последнего замечания целесообразно рассмотреть необходимость привлечения консультанта не только для первого этапа, но и на долгосрочной основе: для формирования системы «под ключ».

Ниже будут проанализированы плюсы и минусы каждого варианта. Рынок услуг по определению стоимости бизнеса в Беларуси сегодня достаточно развит. Это связано с наличием в стране как аттестованных Госкомимуществом специалистов в области оценки бизнеса (более 30 оценщиков, порядка 10 оценочных компаний, специализирующихся по этой теме [4]), так и специалистов в области финансов, практикующих самостоятельно или в качестве сотрудников белорусских консалтинговых компаний и банков, предоставляющих услуги в области корпоративных финансов и инвестиционного банкинга. Впрочем, нередки случаи привлечения международных консультантов.

Выбор консультанта, по мнению автора, должен строиться по принципу «разумной экономии». Это значит, на первом месте должен стоять не просто опыт независимой оценки, а возможность оказания содействия заказчику в интерпретации результата, выделении наиболее важных драйверов стоимости конкретного бизнеса, обучении специалистов заказчика работе в сформированной электронной финансовой модели компании.

Подобная услуга будет стоить дороже обычной оценки бизнеса и будет актуальна, скорее всего, для средних и крупных компаний со значительной номенклатурой продукции (работ, услуг) и определенной географией поставок.

Компания с наличием опыта в области определения стоимости бизнеса для реализации управленческих решений уже на этапе предварительных переговоров сможет представить «портфолио» реализованных проектов по интересующей заказчика тематике, предложить варианты оказания услуги в рамках имеющегося бюджета. При всем этом от заказчика в любом случае потребуются значительная вовлеченность в процесс оценки: выделение специалиста для сопровождения проек-

та, предоставление финансовой и технической информации об оцениваемой компании, предоставление возможности проведения интервью с ключевыми специалистами, организация осмотра имущества и производственных мощностей, раскрытие нюансов дистрибуции и т. п.

Для более глубокой диагностики бизнеса на начальном этапе, помимо оценки, целесообразно рассмотреть возможность проведения более глубокой экспертизы для выявления существующих или потенциальных рисков утраты стоимости компании (такие исследования проводятся в рамках юридического, технологического, финансового, экологического дью-дилидженса).

Дью-дилидженс (англ. due diligence – должная добросовестность) – процедура составления объективного мнения о компании, включающая в себя оценку различных рисков, в том числе инвестиционных, путем комплексной проверки деятельности компании, ее финансового состояния, положения на рынке и прочих аспектов.

При рассмотрении первого способа следует помнить, что любой бизнес строится на возможности получения прибыли за счет отличий от конкурентов. Это может быть управленческий опыт, портфель заказов, команда специалистов, «секреты» производства и другие аспекты, которые в той или иной степени придется раскрывать внешнему консультанту для корректного определения рыночной стоимости компании. В связи с этим юридической службе заказчика следует уделить внимание вопросам конфиденциальности при заключении договора с внешним консультантом для минимизации рисков потери конкурентных преимуществ вследствие раскрытия коммерческой тайны.

Другим способом определения рыночной стоимости компании на начальном этапе является привлечение собственных специалистов.

Для того чтобы данный проект был долгосрочным и приносил пользу компании, собственнику и/или руководителю необходимо осознавать, что самостоятельная разработка, внедрение и настройка системы управления стоимостью потребует значительной личной вовлеченности, разработ-

ки графика внедрения системы, порядка применения результатов работы в управленческой деятельности, определения круга лиц, участвующих на различных этапах ее построения, а при отсутствии у них должных знаний и опыта – решения вопроса с обучением.

В целом, если остановиться лишь на первом этапе (определение рыночной стоимости начального периода), то, по мнению автора, этот вопрос в целом не лежит в сфере ответственности финансовой службы компании, так как стоимость напрямую зависит от денежных потоков основной, инвестиционной и финансовой деятельности, информация о которых накапливается у финансистов.

Получение практических знаний в области определения стоимости специалистами финансовой службы может проходить по нескольким сценариям: самостоятельное повышение квалификации (сегодня в свободном доступе имеется огромное количество литературы, видеоматериалов, тематических конференций по корпоративным финансам, стандартным разделом которых является вопрос определения стоимости различных активов, в том числе компании в целом/ее части) либо получение дополнительного послевузовского образования в сфере финансов и финансового менеджмента.

Особенности описанных способов определения стоимости на первом этапе внедрения системы можно представить в виде *таблицы*.

Таким образом, очевидные плюсы от привлечения внешнего консультанта для определения рыночной стоимости начального этапа заключаются в скорости подготовки результата и помощи в его интерпретации. Определение стоимости силами собственных специалистов, безусловно, не будет таким же оперативным, но позволит сэкономить средства компании, повысить квалификацию сотрудников, снизить зависимость внедряемой стратегии управления от внешних факторов.

Возможная роль консультанта при использовании второго способа может заключаться в обучении персонала и аудите качества построения системы в целом или отдельных этапов.

Таблица

**Особенности способов определения стоимости**

Фактор	Способы определения стоимости	
	Внешний консультант	Сотрудники компании
Затраты на реализацию	Как правило, выше стоимости стандартной услуги по оценке*. Дополнительные расходы при необходимости обновления результата оценки и/или включения в финансовую модель новых переменных (новая продуктовая линейка, филиал, рынок сбыта, инвестпроект и т. п.)	Ниже стоимости привлечения консультанта, так как включает, как правило, только заработную плату сотрудника(ов), однако размер затрат может вырасти при необходимости проведения обучения и зависит от способа обучения и количества обучаемых сотрудников
Скорость реализации	Высокая (за счет наличия практического опыта). В среднем 1–1,5 месяца, в зависимости от размера компании, а также необходимости проведения и детализации дью-диллидженса	Как правило, низкая по причине отсутствия должного практического опыта, в первое время может снижаться при необходимости повышения квалификации исполнителя
Независимость (устойчивость)	Низкая (прямая зависимость от качества, оперативности работы консультанта, а также его ценовой политики и политики конфиденциальности)	Высокая (если не зависит от одного ключевого сотрудника и его лояльности)

\* Стандартная стоимость услуги РУП «Институт недвижимости и оценки» по оценке небольшой компании с «узкой» продуктовой линейкой находится в диапазоне 5–8 тыс. руб. с НДС.

**Примечание.** Разработка автора.

Если собственником большого инвестиционного портфеля рассматривать государство, то, по мнению автора, функцию по определению стоимости первого периода имеет смысл передать внешнему консультанту. Это целесообразно с точки зрения единства методологии оценки предприятий различных отраслей, подготовки унифицированного отчета по стоимости портфеля и общего подхода к интерпретации результата.

**Методы определения рыночной стоимости компании**

Процесс определения рыночной стоимости начального периода любым из приведенных выше способов должен быть основан на общепринятых методологических подходах. Это позволит собственникам (акционерам), менеджменту, потенциальным инвесторам (в том числе иностранным) одинаково интерпретировать результаты оценки, привлекать новых исполнителей (а при необходимости и внешних) к процессу обновления расчетов стоимости, обеспечивая на каждом этапе сопоставимость результатов и выводов.

Как в международной, так и в белорусской оценочной практике для определения рыночной стоимости применяют три метода (подхода) оценки: сравнительный, доходный, затратный.

Согласно белорусскому СТБ 52.1.01-2017 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)» [5], экономическая суть указанных методов заключается в следующем.

Сравнительный метод оценки (далее – СМ) основан на сопоставлении оцениваемого предприятия и аналогов, по которым имеется информация о рыночных ценах сделок, предложений и/или спроса. Этот метод еще называют «рыночным», так как он в большей степени отражает взгляд на стоимость компании, которую инвесторы готовы в нынешних экономических условиях заплатить акционерам.

Доходный метод оценки (далее – ДМ) основан на трансформации будущих денежных потоков в настоящую стоимость. ДМ позволяет определить «фундаментальную» (внутреннюю) стоимость компании с учетом видения руководства на перспективы развития.

Затратный метод оценки (далее – ЗМ) основан на определении

разницы между суммой активов и обязательств по балансу. При существенном отличии балансовой стоимости статей баланса от их рыночного эквивалента производится корректировка балансовой стоимости. Данный метод отражает имущественный потенциал компании, а для инвесторов служит индикатором «стоимости входа» в проект (отрасль) на основе сопоставления стоимости уже готового к эксплуатации актива (компании) и стоимости строительства аналогичного.

В отличие от белорусских технических нормативных правовых актов в области оценки объектов гражданских прав (далее – ТНПА) Международные стандарты оценки (далее – МСО) определяют иерархию методов, указывая на то, что при наличии активного рынка следует отдавать предпочтение СМ, ДМ следует применять при генерации активом денежных потоков и возможности построения обоснованного прогноза доходов и расходов, ЗМ имеет ограниченное применение. МСО, как и белорусские ТНПА, декларируют отсутствие необходимости применения нескольких методов оценки, вместе с тем оставляют возможность оценщику

реализовать несколько методов либо все три для повышения точности оценки [6].

По мнению автора, в процессе определения рыночной стоимости начального периода рационально использовать все три метода оценки. Во-первых, это повысит точность результата, во-вторых, позволит реализовать уже на начальном этапе построения системы управления стоимостью управленческие решения относительно судьбы актива, дифференцировать управленческие стратегии по различным группам активов.

### Страновая специфика определения рыночной стоимости компании

В условиях невысокой активности белорусского фондового рынка отслеживать изменение рыночной стоимости по большинству открытых акционерных обществ не представляется возможным. На 1 января 2021 г. в Беларуси зарегистрировано 4 105 акционерных обществ, из которых 2 225 являются открытыми (далее – ОАО), общее количество выпусков акций ОАО составило 2 260 [7]. При этом рыночная стоимость акций на бирже формируется только в том случае, если с ценными бумагами в течение последних 60 торговых дней было совершено не менее 10 сделок [8]. В рамках указанного условия и по сведениям Единого портала финансового рынка в течение второго полугодия 2020 г. рыночная цена акций формировалась не более чем по 30 эмитентам [9]. К тому же по целому ряду организационно-правовых форм (например, РУП, ЗАО, ООО, ОДО) сведения по сделкам не носят публичного характера. Все это сильно усложняет реализацию СМ, так как требует расширения зоны поиска аналогов до ближнего, а по отдельным предприятиям – до дальнего зарубежья. К тому же при использовании зарубежных аналогов расчетную величину рыночной стоимости необходимо будет откорректировать как минимум на разницу в страновых рисках, размере выручки, ликвидности (если оценивается не ОАО, а ЗАО или ООО) и т. д.

В таком случае наиболее подходящим методом для определения стоимости будет являться ДМ.

Однако здесь также будут отдельные нюансы.

В общем виде расчет рыночной стоимости компании ДМ предполагает деление величины прогнозных денежных потоков на норму отдачи (т. е. фактически требуемую инвестором доходность). Так как на сегодняшний день финансирование работы компании происходит за счет средств как акционеров, так и кредиторов, то прогноз целесообразно строить исходя из того, сколько в будущем сможет генерировать весь инвестированный капитал, а не только часть, приходящаяся на акционерный капитал. С учетом этого и требуемая норма отдачи также должна быть определена как средневзвешенное значение доходностей акционерного и заемного капитала (англ. эквивалент – *weighted average cost of capital, WACC*). Такой расчет может быть осуществлен силами специалистов компании, так как прогноз финансово-хозяйственной деятельности должен иметься на предприятии, а данные по WACC для различных отраслей и регионов представлены в открытом доступе. Практически пошаговая инструкция для расчета приведена в белорусском ТКП 52.1.01-2015 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)» [10].

Несмотря на ограниченное применение ЗМ в международной практике оценки бизнеса, автор полагает, что данный вид оценки помимо индикатора для инвестора о величине входа в отрасль все же может иметь практическое применение.

Применение указанного метода может быть актуальным при оценке:

- холдинговых структур (исходя из того, что, если не принимать во внимание синергетический эффект, стоимость целого будет равна стоимости составных частей. Рыночная стоимость частей может быть определена в рамках трех названных методов);

- только созданных предприятий (исходя из предпосылки о том, что инвестор не будет инвестировать в проект, доходность которого ниже среднерыночной доходности аналогичных уже работающих проектов, только созданные предприятия не могут

стоять ниже вложенных инвестиций. Хотя такое утверждение не во всех случаях будет верным);

- убыточных либо низкодоходных предприятий (просчитывается стратегия распродажи по частям: активы комбинируются для максимизации прибыли или минимизации убытков с учетом сроков и затрат на реализацию).

### Примеры управленческих стратегий на основе полученных результатов

Интуитивно понятно, что ситуации равенства рыночных стоимостей, полученных различными методами, довольно редки, прежде всего исходя из различной экономической сути каждого, а также того, что компания как комплексный актив является точкой приложения интересов различных групп (акционеров, инвесторов, государства, профсоюзов, кредиторов, конкурентов и т. д.) и подвержена влиянию как внутренних, так и внешних факторов, которые по-разному учитываются и влияют на реализацию каждого метода.

Из собственной оценочной практики автор делает вывод о том, что разница в результатах расчета тремя вышеназванными методами допустима в пределах до 30%, такое расхождение допускают и белорусские ТНПА [11].

Вместе с тем, если стоимость по методам отличается значительно, то управленческие решения можно представить следующим образом.

Когда стоимость, полученная ЗМ, значительно больше стоимости, определенной ДМ или СМ, акционерам выгоднее распродажа активов, нежели продолжение функционирования компании. Вместе с тем менеджмент может осуществить ряд мероприятий, позволяющих повысить доходы. Однако в данном случае необходимо осознавать сроки и бюджет мероприятий, которые будут направлены на их повышение.

Если биржевые котировки акций компании, цены сделок M&A по аналогичным компаниям меньше стоимости, рассчитанной ДМ, то вполне возможно, что менеджмент не уделяет достаточно внимания работе с профессиональными участниками фондового рынка (т. е. должным образом не

«рекламирует» текущий финансовый результат и/или перспективы компании), при этом предприятие может стать привлекательным объектом для недружественного поглощения в процессе неконтролируемой менеджментом компании скупки акций.

Если говорить о портфеле, например государственном, состоящем из ряда пакетов различных акционерных обществ, то, имея даже предварительный анализ результатов оценки различными методами, а также понимание ограниченности ресурсов (финансовых, временных, кадровых), собственник может разделить портфель на группы (например, «не перспективные для владения и теряющие стоимость» – по данной группе нужно принимать однозначное решение о немедленной продаже; «перспективные, требующие корректировки подходов к управлению и/или дополнительного финансирования» – по данной группе, очевидно, следует начать процесс отстройки системы управления, в том числе управления стоимостью, и т. д.). Могут иметь место и промежуточные стратегии, например:

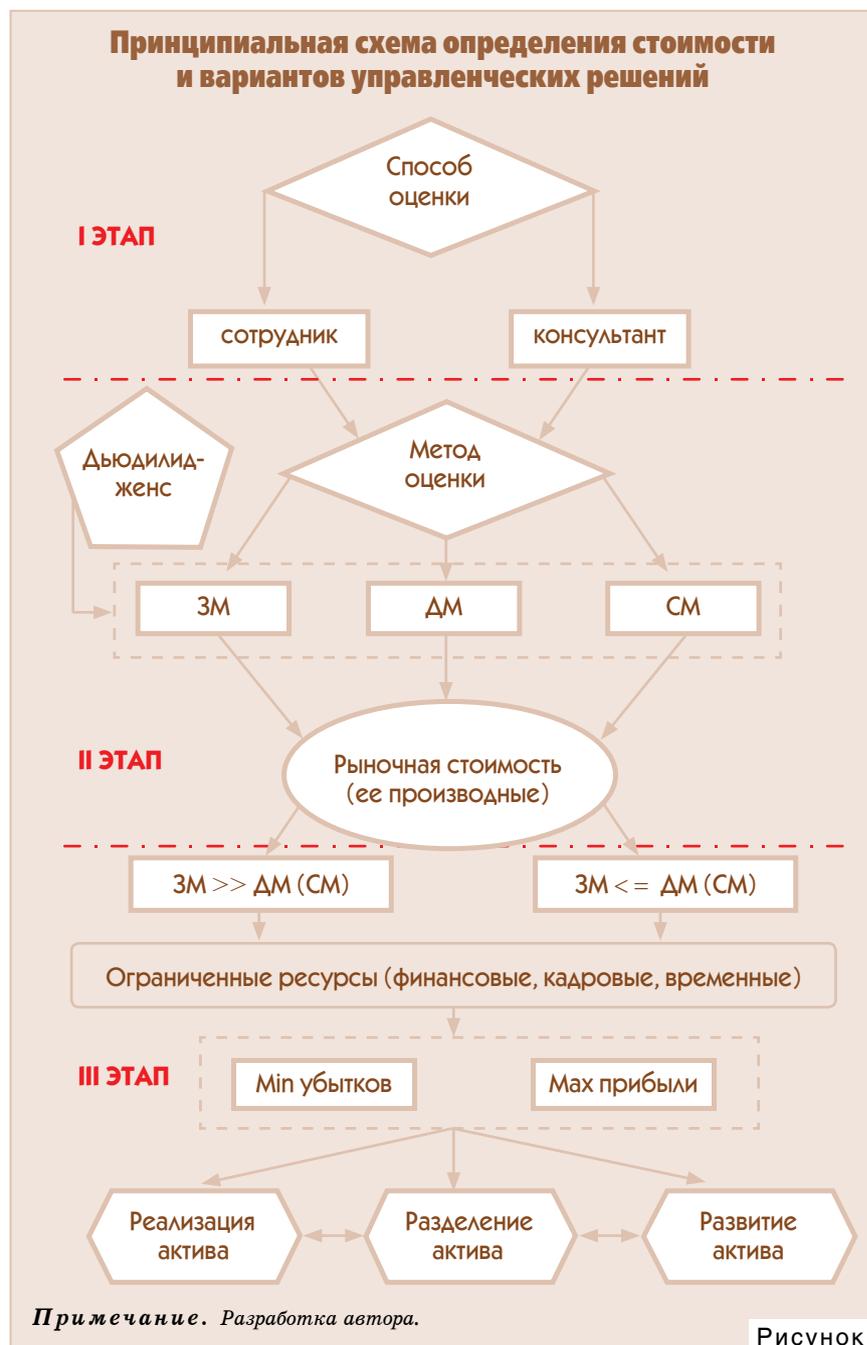
- продажа по частям, в том числе с выделением совокупности активов, перспективных для дальнейшего владения и развития;
- владение и развитие актива до определенного этапа с последующей продажей и т. д.

Описанные способы определения стоимости и варианты управленческих решений можно представить в виде принципиальной схемы (рисунок).

### Заключение

Оценка компании – важнейший этап для начала построения системы и реализации стратегии управления стоимостью и не менее важный для периодического контроля и оценки работы топ-менеджмента.

Будет эта работа выполняться самостоятельно компанией или с привлечением стороннего консультанта – вопрос важный, но не первостепенный. Более актуальными являются вопросы выбора методики оценки, глубины анализа и качества построения финансовой модели, а также интерпретации результата и обеспе-



Рисунок

чения преемственности для формирования корректных отчетов для акционеров.

Последующие решения о дополнительной эмиссии акций, выбор инвестиционного проекта, реструктуризация предприятия относятся к стратегическим, поскольку способны оказывать влияние на долгосрочную политику компании, ее финансовое положение и рыночную стоимость. В этих случаях расчет эффекта от принятого решения по возможно-

сти должен производиться так же детально и подробно, как оценка предприятия на первом этапе. Вместе с тем промежуточный контроль управленческих решений может быть осуществлен более простыми методами путем определения экономической прибыли или сравнения текущей доходности инвестированного капитала со среднерыночной нормой отдачи.

\*\*\*

Материал поступил 20.10.2021.

**Библиографический список:**

1. Чиркова, Е. Как оценить бизнес по аналогии: пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов / Е. Чиркова. – Изд. 4-е, испр. и доп. – Электронное издание. ООО «Альпина Диджитал», 2018.
2. Корсунский, Д. Концепция управления стоимостью в оценке эффективности корпоративного управления в Республике Беларусь [Электронный ресурс] / Д. Корсунский, Е. Россоха // Банкаўскі веснік. – 2020. – № 8/685. – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10784.pdf>. – Дата доступа: 14.09.2021.
3. Аналитический отчет «Рынок M&A сделок Республики Беларусь», декабрь 2020 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://bikratings.by/wp-content/uploads/2021/01/rynok-m-a-sdelok-belarusi-1.pdf>. – Дата доступа: 15.09.2021.
4. Данные государственного реестра оценщиков [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ro.nca.by/#/>. – Дата доступа: 20.09.2021.
5. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) [Электронный ресурс]: СТБ 52.1.01-2017: утв. постановлением Государственного комитета по стандартизации Респ. Беларусь, 13 янв. 2017 г., № 4. – Режим доступа: <http://www.gki.gov.by/ru/info-center-tkp-stb/>. – Дата доступа: 05.10.2021.
6. Международные стандарты оценки 2017 / пер. с англ.; под ред. И.Л. Артеменкова, С.А. Табоковой. – М.: Саморегулируемая общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков», 2017. – 168 с.
7. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2020 году [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://minfin.gov.by/special/ru/securities\\_department/reports/](https://minfin.gov.by/special/ru/securities_department/reports/). – Дата доступа: 08.10.2021.
8. О некоторых вопросах расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг [Электронный ресурс]: постановление Министерства финансов Респ. Беларусь, 17 марта 2016 г., № 13. – Режим доступа: [https://minfin.gov.by/upload/depcep/otchet/2020/1.%20ГО\\_2020%20ДЦБ.pdf](https://minfin.gov.by/upload/depcep/otchet/2020/1.%20ГО_2020%20ДЦБ.pdf). – Дата доступа: 08.10.2021.
9. Сведения о рыночных ценах на эмиссионные ценные бумаги, допущенные к торгам в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» за период с 01.07.2020 по 31.12.2020 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://portal.gov.by/PortalGovBy/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/epfr/epfr.jspx?\\_adf.ctrl-state=7n4s6tes6\\_4&\\_afLoop=104923122789818&\\_afWindowMode=0&\\_afWindowId=uuyekfnis\\_1#%40%3F\\_afWindowId%3Duuyekfnis\\_1%26\\_afLoop%3D104923122789818%26\\_afWindowMode%3D0%26\\_adf.ctrl-state%3Duuyekfnis\\_13](https://portal.gov.by/PortalGovBy/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/epfr/epfr.jspx?_adf.ctrl-state=7n4s6tes6_4&_afLoop=104923122789818&_afWindowMode=0&_afWindowId=uuyekfnis_1#%40%3F_afWindowId%3Duuyekfnis_1%26_afLoop%3D104923122789818%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Duuyekfnis_13). – Дата доступа: 07.10.2021.
10. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) [Электронный ресурс]: ТКП 52.1.01-2015: утв. приказом Государственного комитета по имуществу Респ. Беларусь, 25 авг. 2015 г., № 184. – Режим доступа: <https://tnpa.by/#!/DocumentCard/339495/462905>. – Дата доступа: 08.10.2021.
11. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Общие положения [Электронный ресурс]: ТКП 52.0.01-2020 (33520): утв. постановлением Государственного комитета по имуществу Респ. Беларусь, 30 дек. 2020 г., № 29. – Режим доступа: <http://www.gki.gov.by/ru/info-center-tkp-stb/>. – Дата доступа: 07.10.2021.

## Separate strategic decisions to implement the value-based management concept

**Dzmitry KARSUNSKI**, RUE «Real Estate and Evaluation Appraisal», Deputy General Director, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: [korsunsky@ino.by](mailto:korsunsky@ino.by).

**Abstract.** Defining the company's value at the initial stage of building a value-based management system and subsequent control of its dynamics are the most important stages of monitoring management decisions quality at each stage of the company's life cycle.

The article describes the aspects of ways and methods for determining the market value taking into account the country specifics, as well as presents examples of approaches to building the ownership strategy that is typical for the initial stage of building a value-based management system. These key issues are systematized and reflected in the author's conceptual scheme for determining the value and options for implementing management decisions that will be relevant for companies that are starting to build a value-based management system.

**Keywords:** market value management; value drivers; ownership strategy; management decisions quality.