

# МЕТОДОЛОГИЯ АНАЛИЗА ПОКАЗАТЕЛЕЙ УПРАВЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИМ РОСТОМ СТРОИТЕЛЬНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

Симионов Р.Ю., к.э.н., заведующий кафедрой финансов и бухгалтерского учета

*Южно-Российский гуманитарный институт*

## 1. СОВРЕМЕННЫЕ КОНЦЕПЦИИ ИЗМЕРЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА ПРЕДПРИЯТИЙ

В качестве основных критических замечаний в отношении традиционных систем управленческого контроля в рыночных странах в 90-х годах XX века высказывались следующие[1]:

- неспособность учитывать современные требования к организации бизнеса и стратегии компании;
- недостоверность информации для принятия стратегических решений, т.к. в анализе в основном участвуют финансовые показатели;
- неспособность обеспечивать согласованность долгосрочных и краткосрочных целей, поскольку данные финансового контроля могут приводить к выбору стратегии сокращения инвестиций;
- финансовые показатели не дают полной и адекватной картины развития бизнеса;
- недостоверность информации о распределении затрат;
- неполнота информации о предметной области управления для конкретного управленца, которая позволила бы определить причинно-следственные связи между управленческими действиями и результатами;
- недостаточное внимание к деловой среде, в которой функционирует компания, поскольку большинство показателей, применяемых в организации, ориентированы скорее на внутренние проблемы, чем на внешние.

Как возможное направление развития системы показателей оценки деятельности компаний, нивелирующей указанные выше недостатки, Р.Каплан и Д.Нортон [2] предложили сбалансированную систему показателей эффективности, которая не исключает, а лишь дополняет систему финансовых показателей; позволяет перевести общую стратегию компании в термины операционных процессов.

Одним из принципов сбалансированной системы показателей является обеспечение информационной доступности для работников всех уровней управления. Следующий важный принцип состоит в том, что система должна ориентироваться на специфику деятельности конкретной компании по следующим четырем направлениям: управлению финансами; взаимоотношениям с клиентами; внутренним бизнес-процессам; обучению и развитию персонала. Опыт внедрения сбалансированной системы показателей рядом компаний, обобщенный Р.Капланом и Д.Нортоном, позволил сделать вывод, что такого рода система не должна являться простым набором показателей. Многоплановые индикаторы в правильно построенной системе состоят из взаимосвязанных целей и оценочных критериев их достижения, последовательных и допол-

няющих друг друга, что и приводит компанию, внедрившую систему, к позитивным результатам.

К одной из таких успешных компаний относится Rockwater – компания, занимающаяся подводным строительством, с капиталом 700 млн. дол. Компания является частью транснациональной строительной компании Halliburton Corporation. Rockwater была организована путем слияния двух ранее независимых компаний, принадлежащих Великобритании и Дании, с целью объединения их корпоративных культур. В 1992 году началось внедрение и адаптация сбалансированной системы показателей эффективности как части системы стратегического управления. Это позволило сделать компанию конкурентоспособной не за счет снижения цен на строительные работы, а за счет роста качества и низких издержек создать добавленную стоимость.

Рассматривая финансовую составляющую сбалансированной системы показателей эффективности, авторы рекомендуют три группы показателей (при этом конкретный выбор связывают с фазой жизненного цикла компании):

- рост доходов и расширение сферы деятельности (рост объемов продаж, рентабельности продаж, доходность в новом для компании сегменте рынка);
- сокращение издержек и рост производительности труда (себестоимость единицы продукции, доход в расчете на одного работника, величина издержек относительно конкурентов);
- использование активов (объем инвестиций, оборачиваемость капитала, ликвидность активов).

К ключевым показателям клиентской базы, которые разработчики считают универсальными для всех типов организаций, относятся:

- доля рынка;
- объем продаж;
- затраченные ресурсы;
- сохранение клиентской базы;
- удовлетворение потребностей клиентов;
- доходность отдельного клиента (чистая прибыль от клиента или сегмента рынка).

Компания Rockwater применила два ключевых показателя клиентской составляющей: доля рынка и доля ключевых клиентов. В расчете на клиентов, ориентированных на низкие цены, были разработаны скидки с целью сохранения полного использования мощностей. В качестве показателя ценности предложения, выдвинутого ключевым клиентам, был принят индекс удовлетворения потребительских запросов, который определялся на основе 16 показателей, характеризующих будущий объект и взаимоотношения в процессе его создания (выполнение графика строительства, качество производства, компетентность персонала, инновации для снижения эксплуатационных издержек и другие). Основная идея – предложить потребителям наиболее важные для них характеристики продукта.

Составляющая внутренних бизнес-процессов определяет характеристики видов деятельности, наиболее важных для достижения целей потребителей и владельцев. Чтобы обеспечить наличие в системе именно таких показателей, их формулируют после разработки показателей финансовой и клиентской составляющих. Как правило, большинство организаций концентрируют свои усилия на совершенствовании операционных процессов, но в рамках сбалансированной системы показателей рекомендуется рассмотреть полную стоимостную цепочку внутренних бизнес-процессов.

Несмотря на уникальную систему бизнес-процессов каждого предприятия, существует некоторая общая модель создания стоимости для потребителей и достижения финансовых целей акционеров:

- инновации;
- производственные операции;
- послепродажное обслуживание.

Инновационный процесс имеет длинную волну и направлен на изучение новых рынков, новых потребностей, формирование предварительных цен. Операционный процесс должен как можно быстрее создать продукт с необходимыми потребительскими свойствами. Послепродажное обслуживание может иметь показатели, аналогичные показателям операционных процессов, но отражающие временной аспект их достижения.

В системе показателей, характеризующих составляющую обучения и развития, необходимо предусмотреть такие, достижение которых обеспечивает инфраструктуру для кардинальных улучшений внутренних бизнес-процессов. Основными показателями для оценки кадровой ситуации являются:

- удовлетворенность работника как стимул для повышения производительности труда, качества обслуживания;
- постоянство кадрового состава;
- эффективность работника, определяемая как доход на одного работника либо показатель добавленной стоимости на одного работника (эти показатели целесообразны, если бизнес не претерпевал радикальных изменений).

Модель эффективности для организации в целом становится базой для процесса перевода показателей более высокого уровня на более низкий уровень (авторы назвали это методом «каскада»). По сути, речь идет о построении иерархии показателей, что позволяет концентрировать усилия всех подразделений на стратегическом росте организации.

Все перечисленные составляющие сбалансированной системы показателей взаимосвязаны, направлены на получение стабильных долгосрочных результатов. Применение системы требует мобилизации сил всей компании. Авторы данной концепции, разработав рекомендации по ее составу, мало внимания уделили специфическим особенностям отдельных отраслей экономики, хотя и привели результаты внедрения системы в строительстве, страховании, банковской сфере, торговле.

Модель экономической прибыли [3] предполагает стоимостную оценку компании равной величине инвестированного капитала плюс надбавка, в свою очередь равная приведенной стоимости, создаваемой в каждом последующем году функционирования предприятия.

Менеджмент, ориентированный на стоимость бизнеса, отличается тем, что результаты деятельности организации оцениваются не с позиции внутренних ресурсов, а с позиции внешней среды.

Особенность применения рыночной стоимости как управленческого показателя состоит в том, что рыночная стоимость основана на ожиданиях инвестора, а не на фактических результатах деятельности. Если рынок ожидает улучшений в деятельности компании, то рыночная стоимость ее активов будет выше балансовой. То же самое происходит, если компания предпринимает меры по реструктуризации своего бизнеса. Эффективное управление стоимостью означает, что все аналитические методы ориентированы на то, чтобы

помочь компании максимизировать свою стоимость, ориентируя процессы управления на ключевые факторы стоимости. В таком случае управление постоянно инициирует изменения, направленные на реструктуризацию компании, ее капитала, управленческой структуры.

Управление на основе стоимостной концепции имеет некоторые опасные стороны. Во-первых, сосредоточившись на внешних факторах бизнес-среды, управление может быть упущено на оперативном уровне. Во-вторых, сама управленческая структура может быть перегружена административным аппаратом, не обладающим знанием производства. Таким образом, чтобы избежать недоработок в системе, управление стоимостью следует рассматривать как интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях управления за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости. Управление стоимостью может стать ключевым инструментом повышения эффективности организации.

В процессе анализа деятельности предприятия в рамках стоимостной концепции следует идентифицировать ключевые факторы стоимости. Целесообразно систематизировать эти факторы изначально по двум группам:

- общие факторы, которые проявляются независимо от отраслевой принадлежности бизнеса;
- специфические факторы, отражающие специфику отрасли.

Мы предполагаем, что в рамках стоимостной концепции управления следует вести речь и о систематизации факторов внешнего и внутреннего воздействия, что неоднозначно истолковывается в экономической литературе. В частности, одной из точек зрения [3] является выделение таких факторов, как валовая прибыль, складские расходы, затраты на доставку, и в качестве зоны особого внимания следующие показатели: валовая прибыль на одну сделку, количество сделок, складские расходы, транспортные расходы на одну сделку и другие.

В основе оценки результатов в системе управления стоимостью лежат следующие принципы [3]:

- оценка результатов должна быть привязана к конкретной деловой единице в зависимости от возможности воздействия на конкретные показатели;
- критерии оценки результатов деятельности должны быть увязаны с краткосрочными и среднесрочными целевыми нормативами;
- в систему следует включать как финансовые, так и нефинансовые показатели, которые способны адекватно отражать показатели производства;
- критерии должны обладать чувствительностью и служить индикаторами негативных изменений в деятельности организации.

Исследование рыночной концепции управления предприятием позволяет сделать вывод, что применение стоимости бизнеса в качестве показателя эффективности управления организацией, позволяет достичь более прочных конкурентных позиций, реально увеличить стоимость активов компании. Цикл управления стоимостью включает следующие стадии:

Идентификация текущего рыночного положения строительной компании на основе показателя рыночной стоимости бизнеса, определяемого по методикам, отражающим специфику строительного бизнеса, фазу

жизненного цикла предприятия, а также степень развития рынка.

Сравнение текущего состояния с некоторым, принятым в организации, набором ключевых показателей, определяющих рост рыночной стоимости бизнеса, выявление имеющихся отклонений и степени их допустимости, а также причин их возникновения.

Прогнозирование возможных изменений бизнес-среды, а также показатели деятельности организации и разработка мероприятий по достижению запланированного состояния организации.

Реализация плана мероприятий в соответствии с установленным горизонтом планирования.

Формальная модель цикла управления стоимостью имеет вид:

$$C = C_1 + \Delta C_1 + \Delta C_2 + \Delta C_3,$$

где

$C$  – стоимость бизнеса в конце запланированного цикла управления стоимостью (прогнозируемая или фактическая величина);

$C_1$  – стоимость бизнеса в начале цикла управления;

$\Delta C_1$  – изменение стоимости (+ или -) в результате влияния факторов бизнес-окружения;

$\Delta C_2$  – изменение стоимости (+ или -) в результате изменений потенциала самой организации;

$\Delta C_3$  – изменение стоимости (+ или -) в результате изменения структуры финансирования бизнеса.

Управление стоимостью компании некоторые экономисты связывают с применением в качестве ключевого показателя экономической добавленной стоимости, как показателя, достаточно четко характеризующего состояние организации как для управленцев, так и для акционеров [4]. Родственными является применение таких показателей, как добавленная рыночная стоимость. В основе указанных подходов лежит единый принцип: ориентация не на бухгалтерские данные, а на прогнозирование будущих показателей доходности и стоимости активов предприятия.

Этапы определения добавленной стоимости акционерного капитала приведены в табл. 1.

Положительный результат свидетельствует о том, что деятельность компании обеспечивает рост рыночной стоимости и подтверждает правильность выбранной стратегии бизнеса.

Добавленная стоимость является одним из измерителей экономического роста компании, но возможны и другие подходы и методики. В зависимости от фазы жизненного цикла организации может определяться вид стоимости бизнеса, наиболее адекватно отражающей состояние организации: рыночная, инвестиционная либо ликвидационная стоимость и выбор соответствующих методик.

Теория и практика управления в рыночной среде свидетельствует о том, что в процессе функционирования любая организация проходит различные фазы жизненного цикла, что следует учитывать при выборе методик анализа.

С другой стороны, идентифицировать фазу жизненного цикла можно с помощью методик экономического анализа, если они основываются на показателях, чувствительных к изменению специфических характеристик каждой фазы.

Концепция жизненного цикла организации отражает действие законов циклического развития с учетом ди-

намики рыночных отношений, спроса, предложения, развития технологий.

Неоднозначность выделения фаз жизненного цикла обусловлена многообразием экономических систем, их целей, способов производства, характера продукции и ее жизненного цикла.

Таблица 1  
ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ  
ПРЕДПРИЯТИЯ

млн. руб.

Показатели	Период прогнозирования, годы.					Стоимость завершающего потока
	1	2	3	4	5	
1. Нетто-поток денежных средств (приток-отток)	150	104	181	200	205	12 058
2. Коэффициент капитализации для денежного потока 5-го прогнозного года.					0,017	
3. Ставка дисконта, %	10	10	10	10	10	10
4. Коэффициент дисконта	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,621
5. Приведенная стоимость денежного потока (п1*п4)	136,3	85,9	135,9	136,6	127,3	
6. Приведенная стоимость денежного потока за 5 лет.						622,0
7. Приведенная стоимость завершающего потока						7 488
8. Совокупная приведенная стоимость потоков денежных средств (п6+п7)						8 100
9. Стоимость нефункционирующих активов						120
10. Долгосрочные и краткосрочные займы						550
11. Стоимость акционерного капитала (п8+п9-п10)						7 680
12. Балансовая стоимость акционерного капитала						4 206
13. Добавленная стоимость акционерного капитала (п11-п12)						3 474

Наиболее распространенным является подход, когда жизненный цикл организации подразделяется на следующие фазы: возникновение предприятия, рост, зрелость, спад.

Рассматривая стратегические подходы и методики экономического анализа в привязке к фазам жизненного цикла, рекомендуется учитывать следующее [5].

Наиболее критической в деятельности организации является фаза создания. Экономический анализ на этой фазе чаще всего дает отрицательный результат, и традиционный детерминированный факторный анализ не раскрывает проблемы и аналитику изменений. Исследования показывают, что на этой фазе следует применять SWOT-анализ и другие методы, позволяющие оценить сильные и слабые стороны организации.

Вторая фаза (рост) характеризуется устойчивыми связями в сферах закупок и сбыта, ростом объемов производства, ростом имущественного комплекса, численности работников. Наблюдаемый по всем направлениям линейный рост делает целесообразным применение методик детерминированного факторного анализа.

Более сложным является выбор методик анализа на третьей фазе (зрелость), поскольку динамика всех происходящих процессов не имеет линейного характера. Целесообразно применять методики стохастического факторного анализа, такие как регрессионный анализ, метод главных компонент и другие.

На завершающей фазе особое значение приобретают методики, позволяющие установить вероятность банкротства, и правильный выбор этих методик непосредственным образом оказывает влияние на само существование организации.

Рассматривая фазы жизненного цикла строительной организации с позиций экономического роста, следует дать характеристику фаз, систематизировать проблемы каждой из них.

**Становление предприятия**

Характеристики:

- множественность альтернатив рыночных стратегий;
- не сформировавшаяся система оценки и контроля деятельности;
- низкая доходность;
- нет четкого позиционирования предприятия на рынке.

**Рост**

Характеристики:

- сформировалась рыночная стратегия;
- рост инноваций;
- диверсификация деятельности;
- рост объемов продаж.

**Зрелость**

Характеристики:

- стабильные позиции на рынке;
- цели преимущественно краткосрочные;
- темпы роста затрат на инновации сокращаются;
- система оценки и контроля сформировалась;
- доходность стабильна.

**Спад**

Характеристики:

- возрастает зависимость от факторов внешней среды;
- конкурентоспособность снижается;
- доходность снижается;
- контроль становится бессистемным;
- структура баланса неудовлетворительна.

Изучение типичных характеристик вышеприведенных фаз позволяет сделать вывод, что показатель рыноч-

ной стоимости предприятия способен характеризовать экономический рост предприятия на фазах возникновения, роста, зрелости и спада предприятия.

В тех случаях, если предприятие, находясь на фазе спада, не планирует стратегии выхода из кризиса, адекватно отражать ситуацию способен показатель ликвидационной стоимости.

Окончательно определиться с выбором вида стоимости и методикой его определения можно лишь с учетом фазы жизненного цикла рынка. Наиболее типичным является подход, когда жизненный цикл рынка подразделяется на следующие фазы: становление, рост, зрелость и спад.

**2. МЕТОДЫ ИЗМЕРЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА СТРОИТЕЛЬНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ, ОСНОВАННЫЕ НА СТОИМОСТНОЙ КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ**

В целом вид стоимости бизнеса и методики ее определения как индикатор экономического роста должны максимально согласовываться с целями и задачами хозяйствующего субъекта, стратегическими возможностями самого предприятия и рынка. При этом стандартные методики оценки стоимости предприятия следует адаптировать к целям стратегического управления организацией (рис. 1).

Жизненный цикл рынка Станов- ление Рост Зре- лость Спад	Ликвидационная стоимость	Рыночная стоимость	Рыночная стоимость	Ликвидационная стоимость
	Рыночная стоимость	Рыночная стоимость	Рыночная стоимость	Рыночная стоимость
	Рыночная стоимость	Рыночная стоимость	Рыночная стоимость	Рыночная стоимость
	Инвестиционная стоимость	Рыночная стоимость	Рыночная стоимость	Ликвидационная стоимость
	Становление	Рост	Зрелость	Спад
	Жизненный цикл предприятия			

**Рис. 1. Виды стоимости, отражающие экономический рост предприятия**

Учитывая наличие общих характерных признаков фаз «рост» и «зрелость», с целью измерения экономического роста нами эти фазы объединены в фазу «стабильность», как для рынка, так и для хозяйствующего субъекта.

**Состояние рынка «Становление» / состояние предприятия «Становление»**

Вложение капитала в данный бизнес на указанных фазах требует рассмотреть его как инвестиционный проект, имеющий только прогнозную информацию о доходности. Инвестиционная стоимость в данном случае определит необходимые средства для создания имущественного комплекса, отвечающего рыночным и отраслевым требованиям к ведению такого рода бизнеса.

Методы определения инвестиционной стоимости целесообразно основывать на апробированных практи-

кой методиках оценки эффективности инвестиционных проектов [6].

Методики оценки эффективности инвестиционных проектов основываются на следующих принципах, важных для определения инвестиционной стоимости:

- учет фактора времени;
- учет предстоящих затрат и поступлений, а ранее созданные и привлекаемые ресурсы оцениваются по альтернативной стоимости и отражают максимальное значение упущенной инвестором выгоды;
- учет потребности в оборотном капитале, необходимом для обеспечения функционирования создаваемого предприятия;
- учет влияния инфляции для разных валют проекта;
- количественный учет неопределенности и риска;
- учитывается альтернативная эффективность использования капитала, необходимого для создания имущественного комплекса.

В силу вышеперечисленного, инвестиционная стоимость является относительной характеристикой, отражающей влияние рыночных факторов. Производными показателями, отражающими меняющуюся во времени целесообразность вложений данных средств в создание строительного предприятия, являются:

- чистый доход на капитал;
- чистый дисконтированный доход;
- внутренняя норма доходности инвестиций;
- срок окупаемости вложений;
- индекс доходности затрат.

### Состояние рынка «Становление» / состояние предприятия «Зрелость»

На относительно нестабильном рынке предприятие имеет прочные рыночные позиции, обладает признаками конкурентоспособности. Показатели доходности стабильны и достаточны, формальные признаки банкротства отсутствуют. Деловая репутация сформировалась и способна оказывать влияние на рыночную стоимость бизнеса.

Неразвитость рынка требует учета некоторых специфических факторов. Во-первых, нестабильность доходности. Во-вторых, незавершенная сегментация рынка для производителей. В-третьих, не определен до конца вид конкуренции и фирменная структура рынка.

Рыночная стоимость предприятия определяется как наиболее вероятная цена, по которой предприятие может быть отчуждено на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на цене сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

В данном случае применимы все стандартные подходы и методы оценки, но поскольку рыночная стоимость определяется для управленческих целей, можно остановиться на отдельных подходах и методах, наиболее согласующихся с рыночными позициями предприятия.

**Затратный (имущественный) подход** позволяет определить бизнес как совокупность активов, являющихся имущественным комплексом и обеспечивающих производство строительной продукции. В оценке следует учесть, достаточно ли имущество для обеспечения хозяйственной деятельности и имеются ли избыточные активы. Применение различных методов затратного подхода позволяет с определенной степенью

достоверности определить, сколько средств понадобится владельцу, чтобы создать аналогичный имущественный комплекс. При этом будут учтены все внутренние и внешние факторы, влияющие на стоимость:

- моральный и физический износ основных средств;
- возможность обновления основных средств на рынке средств производства;
- мобильность основных средств, обеспечивающая строительство территориально рассредоточенных объектов;
- наличие собственной ремонтной базы;
- наличие избыточных активов, не обеспеченных объемами работ, либо не соответствующих профильной деятельности организации;
- комплектность основных средств, имеющихся в организации.

Одним из регламентированных методов затратного подхода, применяемых в оценочной практике, является метод чистых активов. В соответствии с «Порядком оценки стоимости чистых активов», утвержденным Приказом Минфина РФ от 29.01.2003 года, активы, участвующие в расчетах (расчетные активы), представляют собой денежное и неденежное имущество предприятия, в состав которого входят внеоборотные и оборотные активы по их остаточной стоимости. Пассивы, участвующие в расчетах (расчетные пассивы), включают все обязательства предприятия. И активы и пассивы для целей оценки корректируются с учетом их реальной стоимости. Формула расчета, отражающая сущность указанного метода, следующая:

**чистые активы =**

**= расчетные активы – расчетные пассивы**

Однако в контексте управленческих проблем такой метод явно не отвечает требованиям адекватного измерения экономического роста. Чтобы модифицировать указанный метод для управленческих целей, следует учесть следующее:

- затраты, которые несет предприятие для вхождения в рынок;
- затраты, которые предприятие осуществляет для позиционирования на рынке, формирования деловой репутации, создания конкурентных преимуществ (на фазах становления и роста предприятия эти затраты очень существенны).

Предлагаемая формула имеет вид:

$$C = Z_c + ЧА * K_k + Z_d,$$

где

**C** – рыночная стоимость предприятия;

**ЧА** – чистые активы с учетом их рыночной стоимости;

**Z<sub>d</sub>** – затраты на формирование деловой репутации предприятия;

**K<sub>k</sub>** – коэффициент комплектности ( $K_k \leq 1$  и определяется как отношение собственных основных средств предприятия к их нормативному составу для производства работ по технологии, обеспечивающей требуемое качество работ по возведению объектов, непрерывный производственный цикл и т.д.).

**Доходный подход** отражает потенциальные возможности предприятия приносить доход в некотором прогнозном периоде после даты оценки. Применение данного метода требует определения следующих характеристик:

- прогнозного периода стабильных доходов предприятия;
- конкурентных позиций предприятия;
- определения инвестиционной привлекательности предприятия;
- необходимости привлечения и размеров заемных средств.

Теория оценки предлагает ряд методов доходного подхода, каждый из которых имеет рациональную сферу применения. Метод избыточного дохода позволяет учесть стоимость деловой репутации предприятия. Метод капитализации чистой прибыли применяется в случае, если доходность стабильна. Метод дисконтированного денежного потока применяют, если доходность предприятия нестабильна и для правильной оценки необходимо прогнозировать денежный поток. Для управленческих целей необходимо уточнить возможность и целесообразность одного из методов на фазе становления предприятия. В силу специфики рассматриваемых фаз предприятия и рынка, нами предлагается метод дисконтированного денежного потока с прогнозным периодом в 1 год, но с разбивкой по кварталам с адекватным механизмом дисконтирования. Предлагаемая формула имеет вид:

$$C = \sum_{i=1}^4 ДП_i * \frac{1}{(1 + СД)^{i-0,5}} + СЛ,$$

где  $ДП_i$  – денежный поток на бездолговой основе в 1,2,3 и 4 кварталах прогнозного периода;

$СД$  – ставка дисконта, соответствующая поквартальному измерению денежного потока;

$i$  – шаг дисконтирования ( $i = 1, \dots, 4$ );

$СЛ$  – ликвидационная стоимость имущества в конце прогнозного периода.

**Сравнительный подход** ориентирован на изучение информации о реальных сделках продажи строительных предприятий, либо котировках их акций на фондовом рынке. При этом предприятия, проданные на рынке, должны быть аналогами по следующим признакам:

- отраслевое сходство;
- одинаковый масштаб бизнеса, определяемый годовым объемом строительно-монтажных работ;
- одинаковый хронологический возраст предприятия.
- одна и та же фаза жизненного цикла.

Когда рынок находится в фазе становления, продажи бизнеса более активны, нежели продажа акций на рынке, т.к. инвестиционная привлекательность строительной компании незначительна.

В силу этого, наиболее адекватно отражающим рыночную ситуацию, является метод отраслевых мультипликаторов, являющихся соотношением между рыночной ценой предприятия и одним из ключевых показателей его деятельности. Наиболее распространенными мультипликаторами являются:

- цена предприятия / прибыль;
- цена предприятия / денежный поток;
- цена предприятия / выручка от продажи продукции;
- цена предприятия / балансовая стоимость имущества предприятия;
- цена предприятия / чистые активы.

Мультипликаторы, основанные на показателях доходности, называют интервальными, а основанные на показателях имущественного состояния – моментными. Показатели доходности рекомендуется применять, если есть возможность получить достоверную информацию о доходности проданных предприятий на дату их продажи. Однако это значительно сложнее, нежели получить информацию о их текущем имущественном состоянии.

Учитывая специфику рассматриваемых фаз рынка и предприятия, следует применить два мультипликатора, которые в совокупности характеризуют доходность и имущественное состояние предприятия:

- цена предприятия / прибыль;
- цена предприятия / чистые активы.

Стоимость предприятия определяется по формуле:

$$C = П * \bar{M}_n * d_1 + ЧА * \bar{M}_{ra} * d_2,$$

где

$П$  – валовая прибыль предприятия от продаж строительной продукции;

$ЧА$  – чистые активы;

$\bar{M}_n$  – средняя величина мультипликатора «цена / прибыль» по предприятиям – аналогам;

$\bar{M}_{ra}$  – средняя величина мультипликатора «цена / чистые активы» по предприятиям – аналогам;

$d_1, d_2$  – весовые коэффициенты для корректировки стоимостей, полученных соответственно на основе мультипликаторов «цена / прибыль» и «цена / чистые активы» ( $d_1 + d_2 = 1$ ); устанавливаются с учетом необходимой приоритетности доходности или имущественного состояния.

Порядок применения оценочных методик предусматривает, что на основе обобщения результатов различных подходов определяется окончательная стоимость предприятия. В целях управления предприятием целесообразно применять отдельные результаты, поскольку каждый из них характеризует разные аспекты деятельности предприятия:

- изменение стоимости на основе затратного подхода характеризует развитие имущественного комплекса;
- изменение стоимости на основе доходного подхода характеризует рост доходности бизнеса;
- изменение стоимости на основе сравнительного подхода характеризует инвестиционную привлекательность относительно аналогичных предприятий. Это же относится к весовым коэффициентам  $d_1$  и  $d_2$ .

Поскольку различные группы управленческих кадров отвечают за указанные направления, такой подход дает возможность разработки адресных и, следовательно, наиболее эффективных мер по улучшению деятельности предприятия.

### Состояние рынка «Становление» / состояние предприятия «Спад»

Фаза характеризуется утратой конкурентных позиций на рынке. Предприятие находится в зоне банкротства, и ценность его как хозяйствующего субъекта может определяться лишь ликвидационной стоимостью, но с учетом того, что наиболее доходные бизнес-единицы могут быть проданы как бизнес, а не как отдельные активы.

Предлагаемая формула имеет вид:

$$C = \sum_{i=1}^n C_i + \sum_{j=1}^m ДИ_j + \sum_{k=1}^l НИ_k + A - З_n,$$

где

$C_i$  – рыночная стоимость  $i$ -ой группы активов, рассматриваемой как отдельная стратегическая единица бизнеса;

$n$  – количество стратегических единиц бизнеса в имущественном комплексе;

$ДИ_j$  – рыночная стоимость  $j$ -го объекта движимого имущества предприятия;

$m$  – количество объектов движимого имущества;

$НИ_k$  – рыночная стоимость  $k$ -го объекта недвижимого имущества;

$l$  – количество объектов недвижимого имущества;

$A$  – сумма арендной платы от сдачи имущества в аренду;

$Z_n$  – затраты, связанные с продажей имущества.

### Состояние рынка «Зрелость» / состояние предприятия «Становление»

Независимо от фазы жизненного цикла предприятие оказывается на развитом рынке с высокой конкурентоспособностью. Конкурентоспособность рынка определяется конкурентными позициями самых сильных строительных предприятий, находящихся в фазе зрелости и имеющих крупные заказы и стабильные доходы.

Вновь созданное предприятие не имеет пока собственного сегмента рынка, доля рынка невелика, деловая репутация пока не протестирована потребителем, однако имеются финансовые возможности для вхождения в рынок.

Для измерения экономического роста следует применить затратный подход и стоимость бизнеса определять по формуле:

$$C = CA + Z_c,$$

где

$CA$  – чистые активы, рассчитанные на основе балансовой стоимости расчетных активов и пассивов;

$Z_c$  – организационно-управленческие затраты на создание предприятия.

Сравнительный и доходный подходы в этом случае применять нецелесообразно.

### Состояние рынка «Зрелость» / состояние предприятия «Зрелость»

Предприятие, вступившее в фазу «Зрелость», закрепилось на рынке, избежало банкротства на ранней фазе, имеет хорошую деловую репутацию, инвестиционно привлекательно.

Формула доходного подхода, позволяющая адекватно отражать стоимость предприятия, приведена ниже.

$$C = \sum_{i=1}^n ДП_i \frac{1}{(1+СД)^{i-0,5}} + C_{од} + C_{о},$$

где

$ДП_i$  – денежный поток с учетом привлекаемых заемных средств в  $i$ -й год прогнозного периода;

$n$  – горизонт прогнозирования (рекомендуется принимать  $n = 3-5$  лет);

$C_{од}$  – остаточная дисконтированная стоимость предприятия с учетом возможности приносить доход после прогнозного периода;

$СД$  – ставка дисконта;

$C_{о}$  – стоимость деловой репутации предприятия.

Сравнительный подход может давать результаты, адекватно отражающие состояние предприятия. Поскольку на развитом рынке достаточно активна эмиссия ценных бумаг, котировки которых свидетельствуют о рыночных позициях предприятия. В такой ситуации целесообразно определять стоимость предприятия следующим образом:

$$C = П * КРП,$$

где

$П$  – чистая прибыль предприятия в анализируемом периоде;

$КРП$  – средний коэффициент рыночной привлекательности по предприятиям – аналогам.

$$КРП = РПА / П_а,$$

где

$РПА$  – рыночная стоимость пакета акций предприятия;

$П_а$  – чистая прибыль предприятия – аналога.

### Состояние рынка «Зрелость» / состояние предприятия «Спад»

Высокий уровень конкуренции на рынке приводит к тому, что предприятие с пошатнувшимися позициями будет либо поглощено более сильным конкурентом, либо обанкротится. В данном случае целесообразно определить ликвидационную стоимость ( $C_n$ ) по формуле:

$$C_n = \sum_{i=1}^n ДИ_i + \sum_{j=1}^m НИ_j - Z_n,$$

где

$n$  – количество стратегических единиц бизнеса в имущественном комплексе;

$ДИ_i$  – рыночная стоимость  $i$ -го объекта движимого имущества предприятия;

$m$  – количество объектов движимого имущества;

$НИ_j$  – рыночная стоимость  $j$ -го объекта недвижимого имущества;

$t$  – количество объектов недвижимого имущества;

$Z_n$  – затраты, связанные с продажей имущества.

### Состояние рынка «Спад» / состояние предприятия «Становление»

Рыночная ситуация характеризуется падением объемов работ в результате снижения инвестиционной активности хозяйствующих субъектов, падения уровня доходов населения.

В такой ситуации подрядные организации становятся узкоспециализированными, ориентированными на небольшие объемы работ. Имущественный комплекс ограничен: в основном практикуется аренда основных средств.

Рыночную стоимость целесообразно определять методом дисконтированного денежного потока с его краткосрочным прогнозированием. Моделируется чистый денежный поток, т.к. возможности привлечения внешних источников финансирования ограничены. Формула определения стоимости приведена ниже:

$$C = \sum_{i=1}^4 ДП_i * \frac{1}{(1+СД)^i} + C_{ост},$$

где

$ДП_i$  – чистый денежный поток в  $i$ -ом квартале;

$C_{ост}$  – остаточная стоимость предприятия на конец анализируемого периода;

$СД$  – ставка дисконта.

### Состояние рынка «Спад» / состояние предприятия «Зрелость»

Наиболее вероятная стратегия преуспевающего предприятия на сворачивающемся рынке – это диверсификация с ликвидацией лишнего имущества. Применение затратного и сравнительного подхода в данной ситуации нецелесообразно.

На основе доходного подхода стоимость предприятия следует определять следующим образом:

$$C = \sum_{i=1}^4 ДП_i * \frac{1}{(1+СД)^i} + C_{ост} + C_{о} * K_{о},$$

где  $ДП_i$  – денежный поток с учетом привлеченных внешних источников финансирования за счет всех направлений деятельности;

$СД$  – ставка дисконта;

$С_{ост}$  – остаточная стоимость имущества на конец прогнозируемого периода;

$С_д$  – стоимость деловой репутации;

$K_д$  – коэффициент утраты деловой репутации с учетом изменения направлений деятельности. Для недиверсифицированных предприятий  $K_д = 1$ .

### Состояние рынка «Спад» / состояние предприятия «Спад»

Поскольку рынок неперспективен, а у предприятий нет достаточного потенциала для диверсификации, наиболее правильно в качестве стоимостного показателя принять ликвидационную стоимость. В данном случае целесообразно оценивать лишь наиболее ликвидные активы, которые могут найти применение на предприятиях, независимо от их отраслевой принадлежности.

Стоимость определяется следующим образом:

$$C = C_{ла} - Z_{л}$$

где  $C_{ла}$  – стоимость ликвидных активов предприятия;

$Z_{л}$  – ликвидационные затраты.

Методика измерения экономического роста строительного предприятия на основе стоимостной концепции управления предприятием опробована нами в ООО «Донская строительная компания». Предприятие специализируется на строительстве панельных жилых домов, что позволяет удовлетворять спрос населения на относительно недорогое жилье и максимально загрузить производственные мощности предприятия. Собственными силами выполняется 80% объемов строительно-монтажных работ.

Для идентификации фазы жизненного цикла предприятия и рынка нами применены наиболее распространенные современные методики [7,8]. Информационной базой являются показатели предприятия за 2000-2003 гг. (табл. 2.)

Таблица 2  
ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ООО «Донская строительная компания»

Показатели	2001 г.	2002 г.	2003 г.
1. Выручка, тыс.руб.	270 112	282 115	311 150
Годовой прирост, % к предыдущему году	2,2	4,4	10,3
2. Численность работников, чел.	249	240	239
Годовой прирост, % к предыдущему году	2,1	-3,7	-0,5
3. Чистая прибыль, тыс.руб.	22 015	23 451	25 830
Годовой прирост, % к предыдущему году	3,2	6,5	10,1
4. Годовая выработка на одного работника, тыс.руб.	1 085	1 175	1 302
Годовой прирост, % к предыдущему году	3,3	8,3	10,7
5. Фондоотдача, руб./руб.	2,17	2,47	2,93
Годовой прирост, % к предыдущему году	8,9	13,8	18,6

Проведенный трендовый анализ рассматриваемых выше показателей позволяет установить, что практически по всем важнейшим показателям деятельности предприятия имеются устойчивые тенденции роста, отсутствуют признаки снижения темпов прироста показателей, рассчитанных на основе цепных индексов (рис. 2, 3, 4, 5).

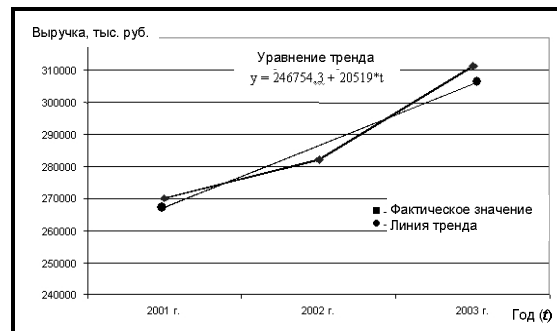


Рис. 2. Линия тренда выручки от продаж

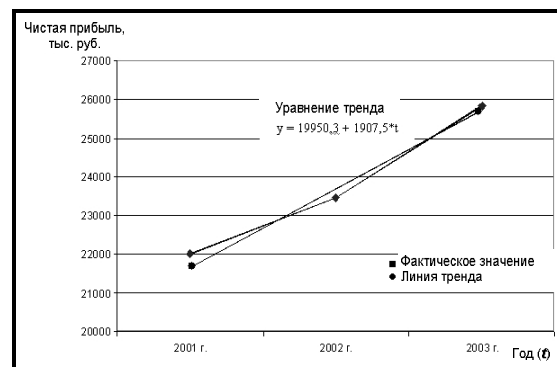


Рис. 3. Линия тренда чистой прибыли

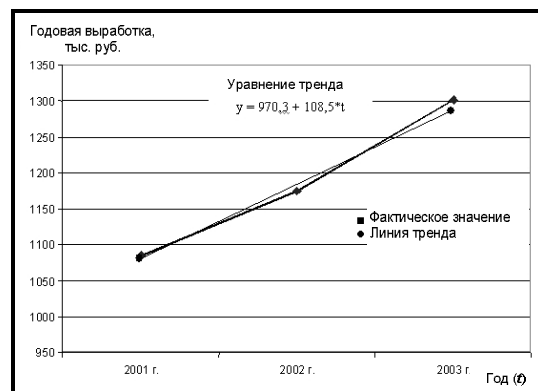


Рис. 4. Линия тренда годовой выработки

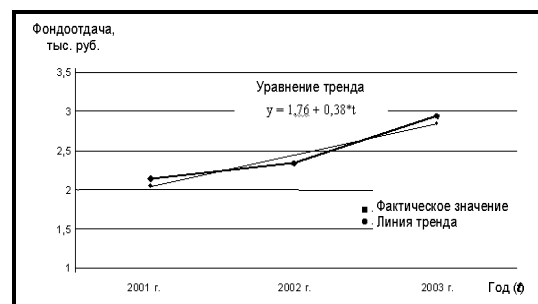


Рис. 5. Линия тренда фондоотдачи

Сравнение показателей табл. 3 со среднеотраслевым уровнем, а для некоторых показателей с нормативными значениями показано на рис. 6., 7, 8, 9, 10.

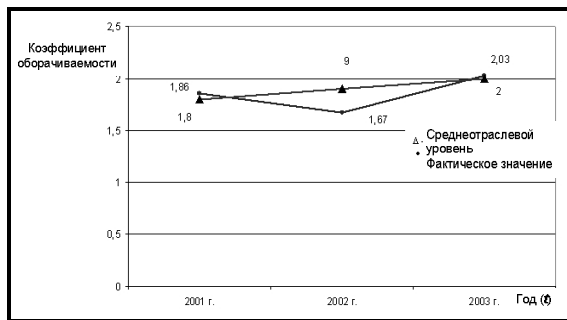
Анализ показателей финансового состояния позволяет сделать вывод, что позиции предприятия в отрасли достаточно прочны: показатели деловой активности и доходности бизнеса не ниже среднеотраслевого уровня. Показатели ликвидности и обеспеченности собственными сред-



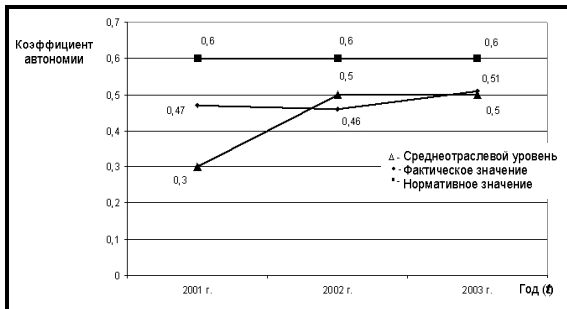
ствами на конец анализируемого периода стабилизировались, и формальные признаки банкротства отсутствуют.

**Таблица 3**  
**ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ**

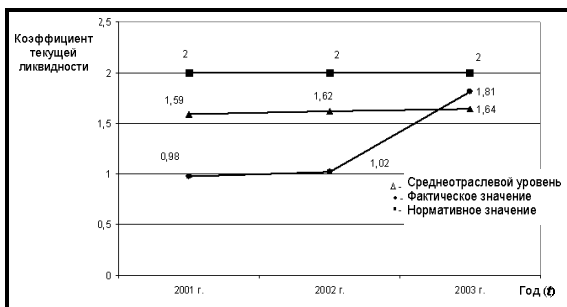
Показатели	2001 г.	2002 г.	2003 г.
1. Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	1,86	1,67	2,03
2. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	1,98	3,04	2,15
3. Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	1,7	2,98	2,12
4. Коэффициент автономии	0,47	0,46	0,51
5. Коэффициент текущей ликвидности	0,98	1,02	1,81
6. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	0,08	0,12	0,28
7. Рентабельность продукции, %	8,10	6,31	8,51
8. Рентабельность активов, %	9,12	9,08	10,71



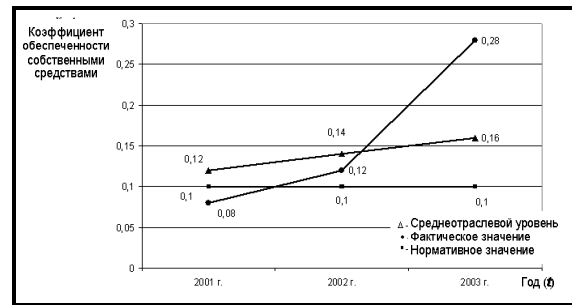
**Рис. 6. Показатели оборачиваемости оборотных активов**



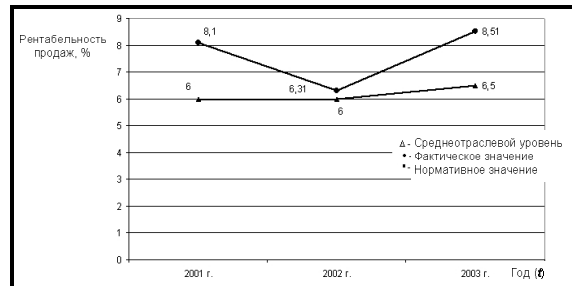
**Рис. 7. Показатели автономии**



**Рис. 8. Показатели текущей ликвидности**



**Рис. 9. Показатели обеспеченности собственными оборотными средствами**



**Рис. 10. Показатели рентабельности продукции**

**Таблица 4**  
**ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (на 01.01.2004 г.)**

Показатель	Прогнозный период			Пост-прогнозный год
	2004	2005	2006	
1. Приток денежных средств на прогнозный период	290 900	301 580	270 018	254 120
2. Отток денежных средств	241 850	271 650	232 200	230 180
3. Денежный поток (п.1 – п.2)	49 050	29 930	37 818	23 930
4. Ставка дисконта, %	18	18	18	12
5. Коэффициент дисконтирования	0,841	0,718	0,609	0,636
6. Текущая стоимость денежного потока по годам (п.3 * п.5)	41 545	21 489	23 031	
7. Суммарная текущая стоимость денежного потока			86 065	
8. Ставка капитализации для денежного потока постпрогнозного периода				0,11
9. Остаточная стоимость [(п.3 / п.8) * п.5]				138 358
10. Среднеотраслевая рентабельность собственного капитала				0,15
11. Прибыль предприятия в пределах среднеотраслевой рентабельности (п.9 * п.10)				20 753
12. Избыточная прибыль (п.3 – п.10)				3 177
13. Стоимость деловой репутации (п.12 / п.8)				28 882
14. Стоимость предприятия, полученная на основе доходного подхода (п.7 + п.9 + п.13)				253 305
15. Коэффициент рыночной привлекательности (по аналогам)				8,8
16. Чистая прибыль				26 800
17. Стоимость предприятия на основе сравнительного подхода (п.16 * п.15)				235 840

**Таблица 5**  
**ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ**  
**ПРЕДПРИЯТИЯ (на 01.01.2005 г.)**

*тыс. руб.*

Показатель	Прогнозный период			Пост-прогнозный год
	2005	2006	2007	
1. Денежный поток на прогнозный период	288 700	299 500	277 500	248 800
2. Отток денежных средств	256 200	258 470	264 082	228 010
3. Денежный поток (п.1 – п.2)	32 500	41 030	13 418	20 790
4. Ставка дисконта, %	19	19	19	11
5. Коэффициент дисконтирования	0,840	0,706	0,593	0,658
6. Текущая стоимость денежного потока по годам (п.3 * п.5)	27 300	28 967	7 997	-
7. Суммарная текущая стоимость денежного потока	-	-	64 264	-
8. Ставка капитализации для денежного потока постпрогнозного периода				0,08
9. Остаточная стоимость [(п.3 / п.8) * п.5]				170 998
10. Среднеотраслевая рентабельность собственного капитала				0,12
11. Прибыль предприятия в пределах среднеотраслевой рентабельности (п.9 * п.10)				20 519
12. Избыточная прибыль (п.3 – п.10)				271
13. Стоимость деловой репутации (п.12 / п.8)				3 387
14. Стоимость предприятия, полученная на основе доходного подхода (п.7 + п.9 + п.13)				238 649
15. Коэффициент рыночной привлекательности (по аналогам)				7,9
16. Чистая прибыль				26 000
17. Стоимость предприятия на основе сравнительного подхода (п.16 * п. 15)				205 400

Результаты расчетов показателей стоимости обобщены в табл.6.

**Таблица 6**  
**ИТОГОВАЯ ТАБЛИЦА ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

*тыс.руб.*

Показатели	2003 г.	2004 г.	Экономический рост (спад)
1. Стоимость предприятия на основе доходного подхода	253 305	238 649	-146 656
2. Стоимость предприятия на основе сравнительного подхода	235 840	205 400	-304 400

Анализ системы управления предприятием показал:

- численный и качественный состав стабилизировался;
- функции планирования и контроля выполняются успешно;
- высокий уровень инициативы управленческих кадров;
- договорные обязательства выполняются;
- высокие показатели организованности управленческих процессов;
- хорошо организовано информационное обеспечение управленческих процессов;
- низкая степень конфликтности в организации;
- деловая репутация сформирована.

Все приведенные выше обоснования и суждения позволяют сделать вывод, что предприятие вступило в фазу устойчивого роста, называемую «зрелость».

Состояние первичного рынка жилья, его устойчивое развитие, высокий спрос на типовое жилье средней комфортности позволяют определить фазу рынка – «зрелость».

Применим рекомендуемые для данных фаз методики для расчета рыночной стоимости предприятия по итогам 2003 и 2004 г.г. (табл. 4 и 5).

Прогнозируемые показатели, влияющие на стоимость предприятия, на 01.01.2005 года несколько изменились по следующим причинам:

- уточнена программа работ;
- дана более адекватная оценка силе и характеру конкуренции на рынке подрядных работ;
- проанализирован рынок факторов производства;
- определена потребность в привлечении кредитов и экономические последствия этого.

Несмотря на положительную динамику экономических показателей предприятия, экономического роста не наблюдалось, что в перспективе окажет негативное влияние на показатели финансового состояния предприятия. Сравнительный подход показал более существенное снижение, поскольку инвестиционная привлекательность предприятий отрасли снизилась (коэффициент рыночной привлекательности снизился с 8,8 до 7,9). Чтобы компенсировать эту негативную тенденцию, следует изменить дивидендную политику и принять ряд существенных мер по повышению своего рейтинга у потенциальных инвесторов.

Экономический спад, исчисленный на основе доходного подхода, менее существенен, и причины его несколько иные: чтобы улучшить ситуацию, необходимо изменить политику привлечения капитала, разработать ряд мер по снижению издержек производства.

### Литература

1. Ольве Н.Г., Рой Ж., Ветер М. Оценка эффективности деятельности компании: Пер. с англ. – М.: «Вильямс», 2004.
2. Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004.
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 1999.
4. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. – М.: Дело, 2000.
5. Панков В.В., Любушин Н.П., Сучков Е.А. Особенности экономического анализа в условиях антикризисного управления организациями // Экономический анализ. – 2002. – №1.
6. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. Утв. Минэкономки РФ, Минфином РФ, Госстроем РФ от 21.06.1999 г. № ВК 477.
7. Кондратьев Н.Д. Проблемы экономической динамики. – М.: Экономика, 1989.
8. Гибсон Дж., Иванцевич Д., Доннелли Д.Х. Организация: поведение, структура, процессы. – М.: ИНФРА-М., 2000.

*Симионов Радомир Юрьевич*