Как оценить эффективность управления компанией

Докладчик:
Генеральный Директор
ИНТАЛЕВ Поволжье

Львов Сергей Михайлович

В чем разница между ценой и стоимостью?

Для одних: «Стоимость актива измеряется той суммой, которую кто-то готов заплатить за него»

Для других: «Цена – то, что мы платим, стоимость – то, что получаем взамен. Немногие видят разницу» У. Баффет.

И данный подход разделяет понятие «стоимости» и «цены».

В чем разница между ценой и стоимостью?

Данный подход основывается на том, что в «основе» все время колеблющихся цен лежит нечто более стабильное - объективное свойство актива, вокруг которого и «пляшут» цены, отклоняясь под влиянием различных обстоятельств то вверх, то вниз.

Оценив это свойство (внутреннюю стоимость) в денежном выражении, можно будет судить и об адекватной цене актива вне зависимости от того, какая именно цена фактически складывается в данную минуту (ведь заранее известно, что в каждый конкретный момент цена может существенно отклоняться от стоимости).

Диагностика

Проведение анализа возможностей улучшения практики управления Вашей компании через управление стоимостью:

- Понимание стоимости

- Использование факторов стоимости при принятии решений

Как оценить эффективность управления компанией?

Вопрос не так прост, как может показаться. Что говорить о российской практике, если Уоррен Баффет жалуется на его плохое понимание даже в среде американских инвесторов и высших руководителей предприятий?

Как оценить эффективность управления компанией?

Пример:

В крупном строительном холдинге собственники компании были недовольны эффективностью руководства компанией на стратегическом уровне. Обсуждая проблему по отдельности с каждым собственником и с каждым представителем топ-менеджмента, было выявлено, что они руководствуются совершенно несопоставимыми критериями оценки эффективности компании.

Как оценить эффективность управления компанией?

Наиболее часто назвались:

- *доля рынка*
- *прибыльность*
- *положение на рынке в сравнении с конкурентами*
- *объём выплачиваемых дивидендов*
- *рентабельность инвестированного капитала*
- *сроки окупаемости инвестиционных проектов*

Как оценить эффективность управления компанией?

Проанализировав этот факт возникают следующие вопросы:

- *Может ли у компании одновременно быть несколько целей?*
- *Могут ли у компании быть разные цели в разные периоды времени?*
- *Могут ли быть достигнуты две цели одновременно?*
- *Кто устанавливает цели и может ли он ошибиться? В частности, может ли цель компании оказаться «плохой» (неадекватной, неправильно поставленной)?*

Как ни размышляй над этими вопросами, попытки дать на них положительный ответ неизбежно ведут компанию в тупик. Почему так?

Как оценить эффективность управления компанией?

Прежде всего потому, что практика множественных целей оставляет широкое пространство для произвола, сводящего на нет смысл и значение любых оценок.

Выдвигая на первый план то один, то другой критерий, заинтересованные стороны могут манипулировать выводами об успешности управления компанией как угодно:

- Мы отстаём от конкурентов по прибыльности? Так и было задумано, поскольку наша главная цель — доля рынка.
- Мы потеряли долю рынка? Это потому, что предыдущее руководство её искусственно раздуло, не задумываясь о рентабельности инвестиций. Теперь с рентабельностью у нас всё в порядке.

Как оценить эффективность управления компанией?

Разумеется, такая ситуация не может устроить ни собственника, ни ответственный менеджмент интересы которого точно также могут страдать от манипуляций.

Им нужны более чёткие критерии, позволяющие делать однозначные выводы о том, насколько эффективно управляется компания. Не случайно в последние годы внимание многих руководителей оказалось привлечено к концепции «сбалансированных» показателей" (BSC).

Как оценить эффективность управления компанией?

В своей фундаментальной основе идея BSC сводится как раз к тому, чтобы выстроить «балансы» между изменениями отдельных показателей.

- Да, мы должны наращивать прибыль, но не за счёт сокращения доли рынка.
- Да, мы можем увеличить долю рынка, но не за счёт падения рентабельности инвестиций, и т. д.

Как оценить эффективность управления компанией?

Ахиллесова пята всей системы в отсутствии ответа на простой вопрос:

а откуда берутся «балансы»?

Кто, и самое главное — на основании чего их определяет?

Может ли получиться так, что менеджмент бизнес —единицы выстроит для своей компании одну систему «балансов», а менеджмент корпоративного центра — другую?

И если может, то как определить, кто из них ближе к истине?

На чью сторону встать собственнику, определяя судьбу инвестиций?

Как оценить эффективность управления компанией?

В конечном итоге все большее число компании начинают сходиться во взглядах на перечень требований к критерию эффективности управления компанией. Этот критерий:

- Должен обладать свойством однозначности (должен позволять делать недвусмысленные и окончательные выводы о деятельности компании).
- Универсальным (подходить для любой отрасли и для любого вида коммерческой деятельности, давать возможность сравнивать между собой любые компании и любые бизнес — единицы — внутри компании).

Как оценить эффективность управления компанией?

- Долгосрочным (быть адекватным для оценки компании на любом этапе её жизненного цикла, давать возможность сравнивать любые компании на различных стадиях цикла).

Как оценить эффективность управления компанией?

К сожалению, ни один из названных выше критериев не отвечает ни одному из этих требований.

Доля рынка, рентабельность и другие привычные показатели довольно легко измеряются, в них хорошо ориентируются и руководители, и собственники, а во многих компаниях накоплен большой объём данных об их поведении в историческом периоде.

Как хорошо было бы их использовать для поиска и принятия управленческих решений, а потом — и для оценки успешности их реализации. К сожалению, на практике это не получается.

Как оценить эффективность управления компанией?

Пример:
Однажды руководители довольно крупного российского холдинга высказали некоторые аргументы в пользу возможности использования «традиционных» показателей, пусть и с ограниченными целями.

Им было предложено на практике оценить сравнительную эффективность собственных бизнесов в области сельхозпроизводства, производства продуктов питания, банковской деятельности и авиаперевозок (за рамками «эксперимента» осталась дюжина направлений, включая туризм, системную интеграцию и т. п.).

Как оценить эффективность управления компанией?

После непродолжительных попыток соотнесение 12% рынка бизнеса продуктов питания с 1% бизнеса авиаперевозок, на фоне 5% рентабельности первого и 20% — второго были признаны бессмысленными.

«Последней соломинкой» оказалась рентабельность инвестированного капитала. Но и тут выяснилось, что никто не горит желанием продолжить инвестирование в «высокорентабельную» авиакомпанию. Почему же?

Как оценить эффективность управления компанией?

Потому что высокое значение рентабельности обусловлено бросовой ценой, по которой несколько лет назад удалось купить дышащую на ладан компанию. Сама же она как не имела, так и не имеет шансов всерьёз закрепиться на рынке. Иными словами и этот показатель (как и все предыдущие) сам по себе ничего не говорит об эффективности управления компанией.

Как оценить эффективность управления компанией?

Постепенно приходит понимание того, что критерием оценки, наиболее полно отвечающим всем названным требованиям, является показатель «стоимости».

Соответственно, подход к управлению компанией, ставящий данный критерий во главу угла стали называть стоимостным подходом к управлению

Поскольку главная функция показателя стоимости в рамках стоимостного подхода — быть критерием успешности управления компанией, то и соответствующую оценку стоимости часто называют «оценкой стоимости в интересах управления».

Внутренняя и рыночная стоимость бизнеса

Объективным свойством, в конечном счете, определяющим внутреннюю стоимость актива, является совокупность экономических выгод, которые получит в будущем владелец от его использования.

В самом общем виде, на внутреннюю стоимость влияют:

- Объем этих выгод
- Время их наступления (чем более отдален момент наступления выгод во времени, тем меньше его влияние на стоимость)
- Риски неполучения ожидаемых выгод

Внутренняя и рыночная стоимость бизнеса

Внутренняя стоимость лежит в основе формирования рыночной цены, но последняя может существенно отклоняться под воздействием целого ряда факторов: Например, таких как:

- Соотношения спроса и предложения на данные активы
- Цели, компетентность и информированность сторон
- Умение вести переговоры

Если заглянуть еще глубже, то окажется, что стоимость одного и того же актива может быть неодинаковой не только в разные моменты времени, но и в один и тот же момент времени – для различных собственников, но об этом чуть дальше.

Внутренняя и рыночная стоимость бизнеса

Для частной компании практическим следствием принятия второго подхода является стремление целенаправленно наращивать именно внутреннюю стоимость, в максимизации которой в любом случае заинтересован существующий собственник, и которая в ситуации продажи бизнеса проявится и в цене сделки.

В этом отношении данный подход позволяет гармонизировать систему целей предприятия. В том случае если компания так и не будет продана, существующий собственник «пожнет плоды» наращивания ее стоимости в виде увеличения собственных доходов.

Почему стоимость лучший критерий?

В качестве критерия успешности действий компании показатель стоимости обладает целым рядом важных преимуществ:

- Данный показатель имеет финансовое выражение и обладает однозначностью. Два рубля всегда ровно в два раза больше одного. Инвестиционный проект, создающий большую стоимость, при любых условиях привлекательнее проекта, создающего меньшую.

- Он без ограничений применим к любой компании в любой отрасли.

Почему стоимость лучший критерий?

- Он не имеет никаких временных ограничений. Любая компания сталкивается с ситуацией, когда, например, дальнейшее увеличение доли рынка практически невозможно. Такого не может произойти со стоимостью. Всегда есть возможности наращивать стоимость компании.

- Критерий стоимости ориентирован на будущее. Текущие показатели прибыльности и производительности лучшего в мире предприятия по изготовлению логарифмических линеек могут быть очень высокими (а доля рынка и вообще — стремиться к 100%). А вот стоимость окажется близкой к нулю. Почему? Потому, что у логарифмических линеек нет будущего.

Почему стоимость лучший критерий?

Он учитывает все важнейшие аспекты деятельности компании. Можно сказать, он «вбирает в себя» все показатели BSC.

Важное преимущество стоимостного подхода перед многими другими ещё и в том, что стоимость — измеримый показатель. В конечном итоге, именно оценивая стоимость компании в разные моменты времени, можно сделать единственно верный вывод о том, насколько успешно она управляется.

Работает ли стоимостной подход во время кризиса?

Справедливость представленных выше рассуждений проявилась и в последних событиях финансового кризиса: резкие изменения произошли по историческим меркам неожиданно, развивались лавинообразно, быстро охватили различные страны и смежные рынки, наглядно продемонстрировали важность не столько владения активами, сколько понимания того, что с ними делать.

Актуальность стоимостного подхода не была опровергнута событиями последнего времени.

Работает ли стоимостной подход во время кризиса?

Те, кто уже овладели им на достаточно высоком уровне, получают важные преимущества.

В частности, в период кризиса такие компании могли лучше ориентироваться в происходящем, так как смогли использовать не только ту информацию, что приходила с рынков, но и результаты собственного анализа и моделирования стоимости.

Работает ли стоимостной подход во время кризиса?

В условиях кризиса особенно важно разобраться, сколько же на самом деле стоит компания вне зависимости от того, что по этому поводу думают «рынки» или прочие «инвесторы».

Если у вас есть предыдущие оценки, проведите анализ: в связи, с чем конкретно изменилась стоимость? Какие факторы работают « в минус», какие в «плюс»?

Работает ли стоимостной подход во время кризиса?

Существенные изменения во внешней среде заставляют особое внимание уделить факторам стоимости.

Выясните для себя: от чего в первую очередь зависит стоимость вашей компании (объем продаж отдельных категорий товаров, условия кредитования, затраты на сырье, расходы на оплату труда, величина дебиторской задолженности и т.п)?

Если у вас уже есть реестр факторов стоимости – проверьте, не изменилось ли влияние отдельных факторов в связи с кризисом.

Работает ли стоимостной подход во время кризиса?

Моделирование возможных изменений факторов стоимости позволит трезво оценить риски и проверить запас прочности компании.

- Выдержит ли она падение спроса на столько то процентов?
- Что будет если цена кредита к середине следующего года установиться на таком-то уровне.

Счастливы те компании, у которых работоспособная модель стоимости была подготовлена заранее! При правильном использовании этого преимущества они имеют шанс стать немногими зрячими среди сотен слепых и слабовидящих.

Работает ли стоимостной подход во время кризиса?

Если компания выдерживает «тест на прочность», может оказаться что ее стратегические возможности связаны не с тем, чтобы всего лишь пережить кризис (в конце концов, наверное большинству компаний это удастся), а в том, чтобы предпринять рывок после того, как он завершиться.

Необходимо спрогнозировать: как факторы стоимости будут меняться по мере развития кризиса?

В каком примерно виде они, вероятнее всего сложатся по завершении кризиса?

К чему следует готовиться?

Оценка стоимости

В оценке стоимости компании, как и любого другого актива, существует огромное количество тонкостей, интересных прежде всего специалистам. Для руководителей и собственников компаний важнее сконцентрировать своё внимание на вопросах принципиальной важности. Таких вопросов всего два: вид стоимости и способ её измерения.

Вид стоимости.

Прежде чем что-то оценивать, необходимо чётко определить: что конкретно будет оцениваться. Казалось бы, совершенно очевидное соображение, но когда речь заходит об оценке стоимости, оно, к сожалению, часто ускользает из поля зрения.

Оценка стоимости

Однажды на весьма представительной конференции руководитель одной довольно крупной компании иронизировал: как можно всерьёз относиться к стоимости, если её значение изменяется в зависимости от даты оценки? В конце выступления, как обычно, участники конференции задавали вопросы. Один из них вверг выступающего в полный ступор: настолько абсурдной он ему показался. Этот вопрос звучал так: «Как вы относитесь к тому, что стоимость актива может быть неодинакова не только в разные моменты времени, но и в один и тот же момент?»

Оценка стоимости

Абсурдность такой постановки вопроса — кажущаяся. Дело тут вот в чём: стоимость в один и тот же момент времени почти всегда неодинакова (случайность как раз, — если совпадает) для разных собственников и для разных вариантов использования.

Это объясняется тем, что различные собственники (например, — существующий и потенциальные) могут иметь различные возможности по извлечению стоимости из данного актива.

Оценка стоимости

Например, транснациональная компания, присоединив к себе отдельное предприятие, может намного быстрее провести его техническое перевооружение, повысить его эффективность, использовав свои организационные технологии и т. п.

Одновременно, даже для одного собственника объём будущих выгод может быть неодинаков в зависимости от способа использования актива.

Скажем, владелец десятка полуподвальных помещений в крупном городе может серьёзно задуматься о том, что лучше: разместить в них сеть компьютерных клубов, или сеть прачечных, а владелец промышленного холдинга — о том, выгоднее ли оставить всё как есть, или разделить его, продав часть заинтересованным покупателям?

Оценка стоимости

В конечном итоге, поскольку цель оценки — улучшение управления компанией в долгосрочной перспективе, из всего многообразия видов стоимости, должна оцениваться **«внутренняя стоимость компании для существующего собственника»**.

Оценка стоимости

Способ измерения.

Убедившись, что вид стоимости определён правильно, необходимо решить, как будет измерена её величина.

В практике оценки обычно используют три подхода, в рамках которых существует большое количество методов.

Оценка стоимости

Затратный подход отталкивается от допущения, что актив не может стоить дороже, чем затраты на создание второго такого же.

В оценке компаний использование этого подхода имеет существенные ограничения.

Например:

- может быть, и не так дорого построить сырный завод на Украине, только откуда он станет брать молоко для переработки и куда будет продавать готовую продукцию?
- оборудование для производства дефицитного в России ПВХ стоит относительно недорого, однако откуда возьмётся ещё более дефицитный этилен, чтобы загрузить его работой?

Оценка стоимости

Как видно из этих примеров, всё не так просто. Неудивительно, что сырные заводы на Украине и комбинаты ПВХ в России стоят намного дороже, чем земля и размещённое на ней «железо».

Конечно, можно попытаться учесть также и затраты на получение доступа к дефицитному сырью, на создание сильных брендов, завоевание торговых сетей.

Однако надёжных способов осуществления таких оценок пока не существует и чем больше факторов, дополняющих «железо», мы пытаемся рассматривать в рамках затратного подхода, там больше эта наша деятельность напоминает гадание на кофейной гуще.

Оценка стоимости

Неспособность принимать во внимание многие важные факторы, определяющие успех компании — фундаментальное препятствие, ограничивающее применимость затратного подхода для оценки компании как работающего бизнеса.

Оценка стоимости

Сравнительный подход основан на тезисе, что стоимость рассматриваемого актива должна быть примерно равна стоимости его аналогов, продающихся и покупающихся на свободном рынке. В оценке компаний этот подход заметно более популярен, чем затратный.

Оценка стоимости

Например, наблюдая за публичными компаниями, аналогичными оцениваемой, мы можем обнаружить, что на протяжении нескольких последних лет их стоимость в среднем кратна, скажем, 10 объёмам годовой прибыли, или 5 годовым EBITDA, или 1,2 годовым объёмам продаж. Это — важная информация, могущая указать на ориентировочный диапазон вероятного значения стоимости рассматриваемой компании, «как если бы её оценивал фондовый рынок».

Оценка стоимости

Однако это значение может не учитывать важные особенности оцениваемой компании (а фондовый рынок вообще не склонен глубоко разбираться в бизнес-моделях котируемых компаний, — исключения делаются только для «голубых фишек»).

В результате оценка компании может оказаться как существенно завышенной, так и заниженной.

Самое же главное — она не будет отражать стоимость компании для существующего собственника.

Оценка стоимости

Неприспособленность к отражению стоимости компании именно для существующего собственника является важным фундаментальным препятствием, сужающим возможности применения сравнительных методов при оценке стоимости компании в интересах управления.

Оценка стоимости

Наконец, третьим подходом к оценке стоимости является доходный.

Фактически только этот подход основан на предметном изучении основы, формирующей стоимость: ожидаемых выгод собственника. Наиболее последовательно и полно эту задачу в рамках доходного подхода решает метод дисконтированных денежных потоков — DCF

Оценка стоимости

В основе метода DCF — тщательный постатейный прогноз притоков и оттоков денежных средств компании с последующим дисконтированием чистой разницы (свободных денежных потоков).

Естественно, никакой прогноз не способен быть «абсолютно точным» и стоимость, полученная методом DCF как правило есть «наиболее вероятное значение стоимости».

Однако с одной стороны, «лучше быть приблизительно правым, чем абсолютно ошибаться», а с другой, — само по себе прогнозирование DCF позволяет выделить важнейшие факторы стоимости.

Определить, прогнозу каких именно параметров следует уделить особое внимание, поведение каких статей необходимо взять под особый контроль.

Оценка стоимости

Важной особенностью доходного подхода является то, что он не имеет отмечавшихся для других подходов фундаментальных препятствий для использования в интересах оценки внутренней стоимости для существующего собственника.

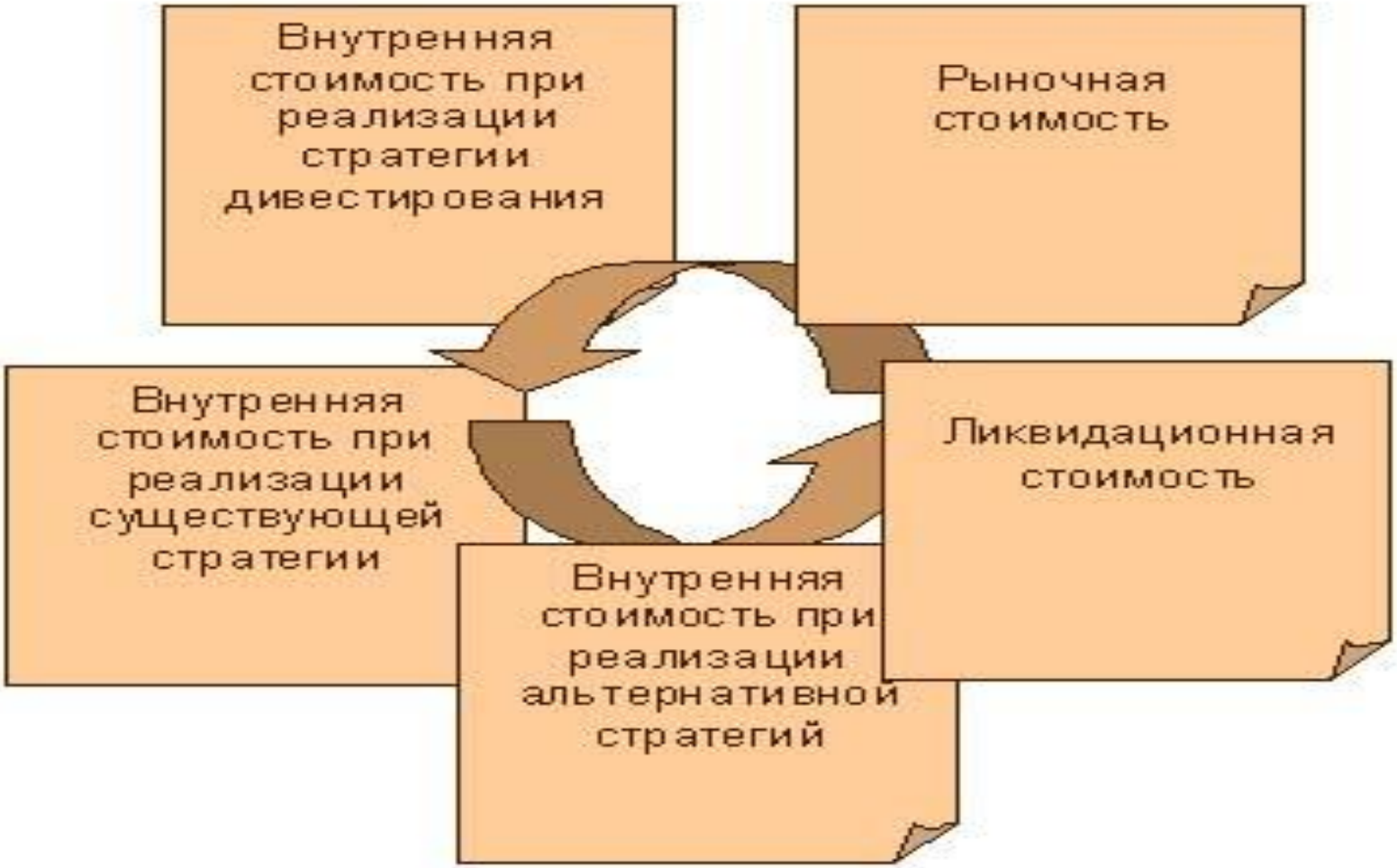
На практике при оценке стоимости компании в интересах управления метод DCF используется в качестве основного, а методы из областей затратного и сравнительного подходов — в качестве вспомогательных, однако, с предельной осторожностью.

Пентаграмма стоимости

Понятно, что такого многообразия видов стоимости и подходов к её оценке не существовало бы, если бы в определённых условиях они не приносили бы какой-то пользы.

Ниже представлена несложная схема, демонстрирующая логику использования различных видов стоимости и подходов к её оценке в целях получения комплексного представления, как о наличных результатах управления компанией, так и о перспективах наращивания её стоимости.

Пентаграмма стоимости



Пентаграмма стоимости

Отправной точной для анализа стоимости компании считается ситуация, когда компания продолжает «работать, как работала», сведя на нет любые инвестиции, связанные с развитием.

Важной особенностью стратегии дивестирования является нейтральный характер управленческого воздействия, сознательный отказ от попыток что-то изменить в компании.

С одной стороны, это ведёт к тому, что компания не сможет отвечать на появляющиеся угрозы или использовать новые возможности, но, одновременно и риски, связанные с попытками изменить сложившуюся практику работы будут равны нулю. Экономическая модель *компании как бы «консервируется», и мы можем посмотреть: какой окажется её стоимость, если оставить все «как есть».*

Пентаграмма стоимости

Анализ продолжается оценкой внутренней стоимости для существующего собственника в случае реализации имеющейся стратегии. Важнейшим требованием этапа является правильное определение фактической (не той, что записана на бумаге, а той, что реализуется в решениях менеджмента) стратегии компании. Сравнение стоимости компании для стратегии дивестирования и для существующей стратегии показывает: насколько принятая в компании стратегия увеличивает её стоимость по сравнению с «нулевым вариантом».

Пентаграмма стоимости

Внутренняя стоимость для существующего собственника при альтернативной стратегии.

Данный этап фокусирует внимание на возможных улучшениях существующей стратегии, и оценка стоимости отталкивается от допущения, что стратегия компании изменится определённым образом.

Для оценки стоимости снова используется доходный подход, а её результаты показывают: имеет ли изменение стратегии смысл, создаёт ли новая стратегия больше стоимости, по сравнению с существующей.

Пентаграмма стоимости

Ликвидационная стоимость. Бывают случаи, когда даже весьма эффективное предприятие, создающее значительную стоимость выгоднее расформировать.

Такое бывает, когда стоимость находящихся в его распоряжении отдельных активов (например — земельного участка) оказывается выше стоимости «работающего бизнеса».

Чтобы аргументировано принять или отклонить такую гипотезу необходимо оценить стоимость находящихся в распоряжении компании активов и сравнить получившееся значение с наиболее высоким, из полученных на предыдущих этапах.

Пентаграмма стоимости

Рыночная стоимость. Наконец, как бы хорошо мы ни управляли компанией, не исключено, что кто-то другой будет делать это ещё лучше.

В этом случае должны появиться желающие приобрести компанию по цене, заметно превышающую внутреннюю стоимость компании для существующего собственника.

Сравнение результатов оценки внутренней и рыночной стоимостей способно дать убедительный ответ на вопрос: стоит ли удерживать контроль над компанией или её продажа может оказаться более выгодным решением?

Пентаграмма стоимости

Для оценки рыночной стоимости обычно используется сравнительный подход.

Также, если речь заходит уже о реальной сделке, бывает полезно смоделировать стоимость компании в рамках доходного подхода с позиции потенциального покупателя. Это позволяет точнее оценить его выгоды и выработать более эффективную стратегию переговоров.

Корректировка стратегии и выбор антикризисных мер (выработка мер на основе модели SCORE)

Уже сейчас необходимо подготавливать принятие решений, которые подготовят Вашу компанию к работе после «кризиса»

- Модель стоимости
- Портфель сценариев
- Реестр факторов стоимости
- Подготовленный менеджмент
- Система вознаграждения
- Эффективный собственник

Корректировка стратегии и выбор антикризисных мер (выработка мер на основе модели SCORE)

Регулярные процессы управления (управленческий цикл)

✔Постановка целей, стратегическое планирование

✔Оперативное планирование

✔Процессы исполнения планов

✔Учет

✔Анализ

✔Принятие управленческих решений

✔Корректировка

Разработка и внедрение антикризисного плана, постановка управленческого цикла управления стоимостью

Оценка стоимости активов на начало периода

Выдвижение, оценка, принятие инвестиционных планов

Реализация

Оценка стоимости на конец периода

Премирования участников процесса