

# ОПРЕДЕЛЕНИЕ КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ФАКТОРОВ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ (НА ПРИМЕРЕ ОАО «КОМИНТЕРН»)

Н. Н. Шилец

*Гомельский государственный технический университет  
имени П. О. Сухого, Беларусь*

Научный руководитель Н. П. Драгун

Управление стоимостью предприятия начинается с определения стратегических целей и разработки системы показателей, обеспечивающей руководителей релевантной информацией о результатах работы их менеджеров. Успех здесь зависит во многом от того, насколько правильно руководство сможет расставить приоритеты и определить *ключевые факторы* стоимости верхнего уровня.

Построение современной системы показателей невозможно без стандартных схем финансового анализа, таких как схема Дюпона, дерево ROIC. Они могут быть использованы для разложения показателей верхнего уровня на подфакторы, однако основа системы показателей должна состоять только из ключевых факторов, которые непосредственно влияют на рыночную стоимость бизнеса.

Все финансовые факторы стоимости условно можно разделить на четыре группы:

- 1) показатели, отражающие стратегическую эффективность предприятия;
- 2) показатели, отражающие эффективность операционной деятельности;
- 3) показатели, отражающие эффективность инвестиционной деятельности;
- 4) показатели, отражающие эффективность финансовой деятельности.

Стратегическая эффективность предприятия. Одна из проблем, возникающая при внедрении стоимостного управления в организациях, - невозможность использования самой стоимости для оперативного управления бизнесом. Сама стоимость не всегда отражает исключительно результат работы менеджеров: на нее влияют внешние факторы (например, прогноз развития рынка или поведение инвесторов), и, кроме того, формула ее расчета слишком сложна для понимания рядовыми сотрудниками. Именно поэтому в мире для управления стоимостью используют показатели на основе экономической прибыли, которые, с одной стороны, в наибольшей степени коррелируют с рыночной оценкой стоимости, а с другой стороны, могут быть использованы в оперативном управлении организации. Одним из наиболее распространенных показателей является экономическая добавленная стоимость (EVA).

*Эффективность операционной деятельности* отражает результаты основной деятельности организации по увеличению продаж, снижению издержек или повышению производительности.

*Эффективность инвестиционной деятельности* отражает эффективность инвестиционных проектов, осуществляемых предприятием. Под инвестиционными проектами в данном случае понимаются любые проекты, связанные с инвестированием денежных средств в реальные активы на срок более 1 года.

*Эффективность финансовой деятельности* отражает платежеспособность и устойчивость предприятия.

Рассмотрев структуру финансовых факторов стоимости, следующим этапом является определение критериев, с помощью которых данные факторы стоимости можно проранжировать и выбрать ключевые из них.

Выбор ключевых финансовых факторов осуществляется на основе как минимум четырех критериев:

- стратегии и жизненного цикла предприятия;
- чувствительности результирующего финансового показателя, например EVA, к различным финансовым факторам стоимости;
- потенциала улучшения показателей;
- волатильность (изменчивость) показателей.

1. В зависимости от того, на какой стадии жизненного цикла находится организация, она использует различные стратегии максимизации отдачи на вложенные средства. Можно выделить три крайние стратегии в зависимости от жизненного цикла:

- Стратегия роста: общая финансовая цель на данной стадии развития бизнеса состоит в процентном росте дохода и объемов продаж в целевых сегментах.
- Стратегия удержания позиций: большинство предприятий на данном этапе развития ставят перед собой финансовые цели, связанные с прибыльностью бизнеса, такие как достижение рентабельности предприятия, продуктов и каналов продвижения. ОАО «Коминтерн» находится на данной стадии жизненного цикла.
- Стратегия «сбора урожая»: ключевыми показателями являются удельные, прямые и общие издержки, а также период окупаемости новых капиталовложений, который должен быть минимальным.

2. Чувствительность EVA к финансовым факторам стоимости показывает, насколько процентов изменится этот параметр при изменении одного из финансовых факторов на 1 %. Для оценки чувствительности можно использовать формулу эластичности:

$$\Delta = a_1 \frac{\bar{x}}{\bar{y}}, \quad (1)$$

где  $a_1$  – коэффициент регрессии, показывающий насколько изменится результативный признак при изменении факторного на единицу;  $\bar{x}$  – среднее значение факторного признака;  $\bar{y}$  – среднее значение результативного признака.

2. Потенциал улучшения показателя зависит от количества необходимых ресурсов и времени, потраченных на показатель для изменения финансовых результатов предприятия. Так, часто цена диктуется рынком, и ее изменение происходит независимо от воли руководства предприятия.

3. Для оценки рейтинга финансовых факторов стоимости с точки зрения их изменчивости можно для каждого фактора стоимости рассчитать коэффициент вариации, который показывает степень отклонения данных от среднего значения. Это необходимо, так как факторы могут быть подтверждены изменениям во внешней среде (например, цены на сырье и материалы) и их влияние в разное время может быть неоднородным и не исключено, что они неблагоприятным образом скажутся на финансовой устойчивости.

Коэффициент вариации определяется по формуле (2):

$$v = \frac{\sigma}{x}, \quad (2)$$

где  $\sigma$  – среднее квадратическое отклонение.

После того как рассчитаны все необходимые коэффициенты, можно приступить к ранжированию финансовых факторов стоимости. В таблице приведен пример финансовых факторов рыночной стоимости для ОАО «Коминтерн». Сводный рейтинг рассчитывается как сумма потенциала улучшения и коэффициента вариации, умноженная на модуль коэффициента чувствительности и стратегическую значимость.

#### Определение рейтинга факторов стоимости

Фактор	Модуль коэффициента чувствительности EVA к фактору	Потенциал улучшения, %	Коэффициент вариации, %	Стратегическая значимость	Сводный рейтинг, %
A	1	2	3	4	5
1. Эффективность операционной деятельности					
1.1. Объем продаж	8,5	15	10	5	1063
1.2. Цена	19,8	4	10	3	832
1.3. Затраты на производство	9,6	8	15	2	442
1.4. Выработка	8,9	6	5	2	196
2. Эффективность инвестиционной деятельности					
2.1. Объем инвестиций в расширение производства	12,4	30	0	3	1116

Окончание

Фактор	Модуль коэффициента чувствительности EVA к фактору	Потенциал улучшения, %	Коэффициент вариации, %	Стратегическая значимость	Сводный рейтинг, %
А	1	2	3	4	5
2.2. Объем инвестиций в бренд	6,9	25	0	4	690
3. Эффективность финансовой деятельности					
3.1. Прибыль от реализации	8,7	25	0	4	870
3.2. Чистая прибыль	8,2	20	0	5	820
3.3. Ликвидность	9,4	15	0	5	705
3.4. Устойчивость	6,6	15	0	4	336

Суммирование потенциала улучшения и коэффициента вариации фактически означает, что часть прироста факторов может быть обеспечена за счет благоприятных перспектив развития рынка и/или улучшения конкурентной позиции предприятия, а часть - за счет внешних колебаний на рынке. Рейтинг стратегической значимости определяется по 5-бальной шкале; при этом оценка «5» отражает максимальное соответствие фактора стратегии развития предприятия. В рассматриваемом примере ОАО «Коминтерн» нацелено на экспансию в регионы, вследствие чего наибольшую значимость получили объем продаж, а также финансовые показатели - чистая прибыль и ликвидность. Факторы, получившие оценку «4» и «3», также влияли на позицию предприятия на рынке, однако уже в меньшей степени.

На основе полученных значений сводного рейтинга определяются ключевые факторы стоимости первого, второго и третьего уровней. Таким образом, факторами 1-го уровня, получившими наивысший рейтинг, являются: объем продаж, объем инвестиций в расширение производства и прибыль от реализации; факторами 2-го уровня: цена и чистая прибыль. Поэтому при принятии управленческого решения или оценки деятельности предприятия в первую очередь необходимо проследить, как изменятся именно эти финансовые факторы стоимости.

В заключение необходимо отметить, что внедрение системы управления стоимостью невозможно без определения нефинансовых факторов стоимости. Финансовые показатели отражают исключительно результаты деятельности предприятия, однако не раскрывают пути их достижения. Кроме того, с помощью одних лишь финансовых показателей невозможно проконтролировать эффективность инвестирования в нематериальные активы (бренд, репутации, персонал), между тем как именно от них во многом зависит успех предприятия на рынке. Таким образом, после определения ключевых финансовых факторов, которые являются ориентирами для дальнейшей декомпозиции факторов рыночной стоимости, необходимо выявить основные нефинансовые факторы.