

Дмитрий ГЕРГЕРТ

## СТРАТЕГИЧЕСКАЯ ДИАГНОСТИКА И СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА

Стратегия предприятия состоит из продуманных целенаправленных действий, позволяющих перевести его из текущего состояния в желаемое будущее состояние, а также из возможных реакций на непредвиденные развитие событий конкурентной борьбы и изменения внешней среды. Одной из основных проблем, с которыми сталкивается большинство предприятий на практике, является анализ эффективности проводимой стратегии, поиск стратегических альтернатив дальнейшего развития и оценка степени достижимости поставленных целей. В настоящее время, в теории и практике стратегического менеджмента, благодаря многочисленным публикациям зарубежных специалистов, одним из основных критериев оценки эффективности работы предприятия является рост его стоимости. В связи с особенностями перевода и разницей в стандартах оценки, в данных публикациях не конкретизируется само понятие стоимости. В российской практике, стоимость предприятия (или бизнеса) может быть различной. Оценка предприятия (бизнеса) является функцией (деятельностью), которую в разных ситуациях часто приходится осуществлять в рыночной экономике. В наиболее широком смысле предмет оценки стоимости пред-

приятия (бизнеса) понимается двояко. «Первое его понимание сводится к традиционному сейчас в России пониманию оценки бизнеса как оценки предприятия в качестве юридического лица. При таком подходе характерно отождествление оценки бизнеса предприятий с оценкой имущества этих предприятий. Второе понимание оценки бизнеса заключается в том, чтобы выяснить, сколько стоят не предприятия, зарабатывающие те или иные доходы, а права собственности, технологии, конкурентные преимущества и активы, материальные и нематериальные, которые дают возможность зарабатывать данные доходы»<sup>1</sup>.

Понятие стоимости (и сама стоимость) предприятия имеет множество интерпретаций. В качестве основных используются следующие виды стоимости.

*Рыночная стоимость* – наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, если стороны действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, и при условии, что на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства. Рыночная стоимость является объективной, независимой от желания отдельных участников рынка недвижимости и отражает

реальные условия, складывающиеся на этом рынке.

*Инвестиционная стоимость* предполагает оценку стоимости предприятия для конкретного инвестора или группы инвесторов. Инвестиционная стоимость определяется на основе индивидуальных требований к инвестициям. Расчет инвестиционной стоимости производится исходя из ожидаемых инвестором доходов и конкретной ставки капитализации.

*Стоимость воспроизведения* – это затраты на воспроизведение точной копии предприятия или другого актива, даже если есть более экономичные аналоги.

*Стоимость замещения* – это затраты на создание предприятия, имеющего с оцениваемым эквивалентную полезность, но построенного с использованием современных и прогрессивных материалов, конструкций, оборудования. Этот вид стоимости широко используется в сфере страхования.

*Ликвидационная стоимость* или стоимость при вынужденной продаже, – это денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи собственности в сроки, слишком короткие для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости.

*Залоговая стоимость* – оценка предприятия по рыночной

<sup>1</sup> Есипов В., Маховикова Г., Терехова В. Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2001. – С. 35.

стоимости для целей ипотечного кредитования.

*Балансовая стоимость* – затраты на строительство или приобретение объекта собственности<sup>2</sup>.

Определение рыночной стоимости предприятия основано на принципе наиболее эффективного использования, которое, согласно международным стандартам, определяется как «наиболее вероятное использование имущества, являющееся физически возможным, разумно оправданным, юридически законным и финансово осуществимым, и в результате которого стоимость оцениваемого имущества будет максимальной»<sup>3</sup>.

Анализ и сопоставление российских и зарубежных источников показал, что под стоимостью предприятия понимается его рыночная (или акционерная<sup>4</sup>) стоимость, т. е. предприятие или бизнес рассматривается как товар. Критерий стоимости является одним из самых эффективных, в силу его комплексности, поскольку изменение рыночной стоимости предприятия за период, будучи критерием эффективности хозяйственной деятельности, учитывает практически всю информацию, связанную с его функционированием (как внутренние

факторы, так и внешние изменения).

По мере стабилизации экономического положения России, важнейшим фактором успешного развития отечественных компаний в долгосрочной перспективе является наличие фундаментальной цели развития бизнеса, соответствующей изменившейся ситуации, и построение эффективной системы управления, ориентированной на достижение этой цели. Опыт развитых стран показывает, что единственной целью, обеспечивающей долгосрочное и устойчивое процветание компании, является максимизация рыночной стоимости компании. Иными словами, развитие управлеченческих технологий убедительно доказало, что единственной целью любого коммерческого предприятия является максимизация стоимости, создаваемой для ее владельцев.

Все остальное – удовлетворение потребностей клиентов, следование определенной философии, «миссия» компании, построение корпоративной культуры и т. д. (включая и достижение определенной отдачи на активы) – является лишь средством достижения этой основополагающей цели. «Создание стоимости лежит в основе стратегического планирования,

в результате которого компания сосредоточивает свои усилия на наиболее важных направлениях деятельности<sup>5</sup>. Следовательно, управление бизнесом представляет собой управление рыночной стоимостью компании с целью максимизации этой стоимости в долгосрочной перспективе, а система управления бизнесом есть не что иное, как система управления стоимостью бизнеса.

Система управления рыночной стоимостью предприятия (бизнеса) основана на выявлении и оптимизации ключевых факторов стоимости в различных элементах компании (в компании в целом, бизнес-единицах, функциональных подразделениях, бизнес-процессах, инвестиционных проектах и т. д.). Оптимизация ключевого фактора стоимости означает достижение такого значения этого фактора, при котором его вклад в стоимость компании (с учетом взаимодействия с другими факторами стоимости), является максимальным.

Фактором стоимости является любой фактор, оказывающий влияние на стоимость компании – от уровня дебиторской задолженности до уровня мотивации коммерческих представителей и комплекса маркетинга. Факторы стоимости бывают внут-

<sup>2</sup> Есипов В., Маховикова Г., Терехова В. Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2001. – С. 38–39.

<sup>3</sup> Там же. – С. 224–225.

<sup>4</sup> Дойль П. Маркетинг, ориентированный на стоимость / Пер. с англ. под ред. Ю.Н. Каптуревского. – СПб.: Питер, 2001.

<sup>5</sup> Эванс Франк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2004. – С. 18.

ренними (относящимися к самой компании) и внешними (относящимися к окружающей среде компании); количественными (поддающимися численному измерению) и качественными (численному измерению не поддающимися); финансовыми (измеряемыми в денежном выражении) и нефинансовыми (не имеющими денежного выражения).

Рассмотрим, каким образом формируются и оцениваются факторы стоимости при разработке бизнес-стратегий. Анализируемые бизнес-единицы бывают во многом весьма похожи, и только добравшись до конкретных деталей, касающихся разработки стратегии, можно заметить различия. Чем теснее сегменты бизнеса связаны в группы со сходными требованиями потребителей и близкими сферами компетентности, тем вероятнее, что предприятие сумеет оптимально управлять своими активами для достижения конкурентных преимуществ. «Однако существуют стратегии, которые могут способствовать извлечению стоимости из, казалось бы, разнородных стратегических хозяйственных единиц»<sup>6</sup>.

Выделяют четыре наиболее распространенные стратегии:

1. Портфельная стратегия.

2. Горизонтальная интеграция.
3. Вертикальная интеграция.
4. Стратегия финансового холдинга.

«Горизонтальная интеграция – это альянс нескольких стратегических бизнес-единиц (СБЕ), имеющих общую цепочку создания стоимости или занимающих общее место в этой цепочке. Такой альянс может принять форму объединения каналов маркетинга или распределения, поставщиков либо производственного процесса. Интеграция СБЕ может сообщить им разного рода конкурентные преимущества, основанные на конкретных преимуществах от совместной деятельности»<sup>7</sup>.

Горизонтальная интеграция согласуется с основными принципами сегментации. Два ключевых бизнеса, если они связаны между собой, в ключевых звеньях своих стоимостных цепочек обретут «неизбежные» преимущества от совместной деятельности и будут сведены в общую группировку по типу потребительского спроса и необходимых для его удовлетворения навыков. «Если рассмотреть сделки слияний и поглощений, заключенные в последние годы, легко заметить, что большинство таких сделок подчиняется логике горизон-

тальной интеграции. И, как правило, это позволяет акционерам чувствовать себя значительно спокойнее, чем в случае диверсифицированных поглощений, поскольку... они знают, что управленческая команда обладает опытом «извлечения стоимости» в данном бизнесе»<sup>8</sup>.

Вертикальная интеграция – соединение вместе разнородных СБЕ. «На практике большинство видов деятельности, относящихся к промышленному производству, и некоторые виды деятельности в сфере услуг складываются из нескольких взаимосвязанных цепочек создания стоимости»<sup>9</sup>. Обычно вертикальная интеграция обосновывается тем, что она доставляет фирме конкурентные преимущества, которые нельзя достичь, имея дело с независимыми поставщиками.

«Стратегия финансового холдинга означает просто приобретение все более весомого портфеля компаний, для того чтобы подготовить их надлежащим образом, «откорректировать» и затем продать на сторону или слить с другими предприятиями. Финансовые холдинги обладают компетентностью в единственной ключевой области: они знают, как привлечь денежные средства на рынках капитала и как разместить их в

<sup>6</sup> Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – С. 60.

<sup>7</sup> Там же. – С. 73.

<sup>8</sup> Там же. – С. 74.

<sup>9</sup> Там же. – С. 67.

производительные активы с наибольшей эффективностью»<sup>10</sup>.

Из всего предлагаемого количества подходов, наиболее универсальным, на наш взгляд, является портфельная стратегия. Инструментами портфельной стратегии являются двухмерные матрицы, на осях которых фиксируются значения внутренних и внешних переменных. Эти переменные позволяют оценивать и сравнивать друг с другом бизнес-единицы, продукты по долям рынка, темпам роста отрасли, фазам жизненного цикла, относительной конкурентной позиции и т. п. Независимо от различных наборов переменных, на одной из осей матриц откладываются значения внешних факторов, на другой – внутренних. В настоящее время наиболее известными моделями, использующимися при разработке портфельной стратегии являются модели *Boston Consulting Group (BCG)*, *GE/McKinsey*, *Shell/DPM*, *Arthur D. Little/Life Cycle*. Подробное описание этих моделей можно встретить как в материалах зарубежных, так и российских авторов. К сожалению, все вышеуказанные модели не могут напрямую дать ответ на вопрос о влиянии анализируемой бизнес-

единицы на изменение рыночной стоимости предприятия (бизнеса).

Наиболее оптимальным подходом, на наш взгляд, является разработка компании *McKinsey* – методика *MACS*<sup>11</sup>. Классический подход компании *McKinsey* (модель *GE/McKinsey*) в основном используется при разработке стратегии производства и продажи товаров или услуг, тогда как стратегия развития диверсифицированных промышленных предприятий должна включать в себя способы достижения лидерства на рынке слияний и поглощений, на котором предприятия продаются, приобретаются, разукрупняются и приватизируются. В связи с этим компания *McKinsey* предлагает новый метод формирования стратегии – модель *MACS* (*market-activated corporate strategy*).

Модель *MACS* включает в себя последние разработки компании *McKinsey* в области стратегии и финансов. Как и старая матрица портфельного анализа, модель *MACS* позволяет определить относительную стоимость бизнес-единицы внутри предприятия, но добавляет новое измерение – целесообразность продажи бизнес-единицы другим владельцам.

Основная идея данной модели заключается в следующем. Если промышленное предприятие может извлекать из принадлежащей ему бизнес-единицы большие стоимости, чем другие потенциальные собственники, то такую бизнес-единицу следует сохранять. Решения о продаже, согласно такому подходу, принимаются, исходя не из привлекательности бизнес-единиц для предприятия, а из того, является ли для них это предприятие наиболее эффективным владельцем.

Оси старой матрицы портфельного анализа, отображающие привлекательность отрасли и конкурентоспособность бизнес-единиц, были совмещены в одну горизонтальную ось, которая показывает способность бизнес-единицы увеличивать рыночную стоимость<sup>12</sup>.

По вертикальной оси в модели *MACS* представлена относительная (по сравнению с возможностями других потенциальных владельцев) способность предприятия извлекать стоимость из бизнес-единицы (рис. 1).

Методику *MACS* можно использовать также, как матрицу портфельного анализа, представляя каждую из бизнес-единиц в виде окружнос-

<sup>10</sup> Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – С. 74–75.

<sup>11</sup> *MACS: Корпоративная стратегия, инициированная рынком* // Вестник *McKinsey*. № 2. 2002. [<http://www.mckinsey.com/locations/moscow/russianquarterly/issue2/>].

<sup>12</sup> По материалам: *MACS: Корпоративная стратегия, инициированная рынком* // Вестник *McKinsey*. № 2. 2002. [<http://www.mckinsey.com/locations/moscow/russianquarterly/issue2/>].

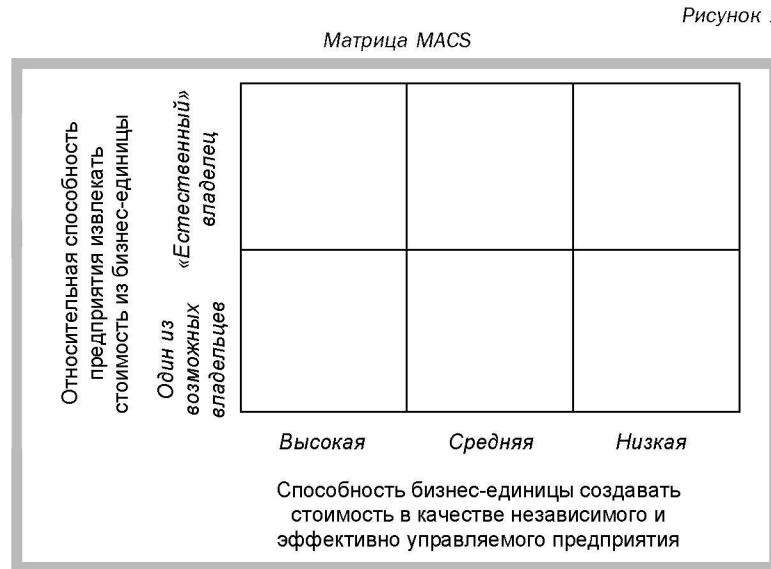
ти, радиус которой пропорционален какому-либо параметру – объему продаж, сумме инвестированного капитала, величине создаваемой данной бизнес-единицей добавленной рыночной стоимости.

В итоге составляется общая картина, ориентируясь на которую можно планировать процесс поглощений и продаж бизнес-единиц, а также перспектив их развития.

К сожалению, в данной методике не раскрывается аспект диагностики, т. е. методики позиционирования бизнес-единицы в данной координатной сетке. Рассмотрим более подробно каждую из осей данной матрицы.

#### **Горизонтальная ось: потенциал создания стоимости**

Горизонтальная ось матрицы MACS показывает потенциальную стоимость бизнес-единицы как эффективно управляемого независимого предприятия. Иногда здесь достаточно дать качественную оценку, но когда необходима особая точность, следует рассчитать максимально возможную чистую приведенную стоимость предприятия (*NPV*) и увеличить его на значение одного из трех параметров (объем продаж, сумма инвестированного капитала или величина добавленной рыночной стоимости). Тогда стоимость этой бизнес-единицы окажется сопоставимой со стоимостями других бизнес-единиц. Если бизнес-единица управляется плохо, при ее оценке нужно



сделать допущение, что она будет управляться эффективно, поскольку задача заключается в определении оптимальной, а не существующей на данный момент рыночной стоимости.

В общем виде, по нашему мнению, горизонтальная ось матрицы может быть представлена такими характеристиками классической модели *GE/McKinsey*:

1. Высокая способность бизнес-единицы создавать стоимость в качестве независимого и эффективно управляемого предприятия – область Победителей в классической модели.
2. Средняя способность – область Переходных стратегий.
3. Низкая способность – область Проигравших.

#### **Вертикальная ось: способность извлекать стоимость**

Вертикальная ось матрицы MACS позволяет измерить относительную (по сравнению с

возможностями других потенциальных собственников) способность промышленного предприятия извлекать стоимость из функционирования его бизнес-единиц. Вертикальная ось задает четкое требование к эффективности работы предприятия: получать от деятельности своих бизнес-единиц больше рыночной стоимости, чем способны любые другие владельцы.

Определим, каким образом анализируемые бизнес-единицы попадают на вертикальную ось матрицы. Согласно исследованиям, считается, что способность предприятия извлекать стоимость из принадлежащей ему бизнес-единицы в первую очередь зависит от уровня производственного использования ресурсов. В результате исследования разных отраслей в трех странах (Германия, Япония, США), проводимого *McKinsey Global Institute* была установлена связь между производительностью труда и добавлен-

ной рыночной стоимостью предприятия. «В долгосрочной перспективе успешные компании в рамках отрасли демонстрируют более высокую производительность труда, создают больше богатства для акционеров и обеспечивают более быстрый рост занятости»<sup>13</sup>. «В краткосрочной перспективе рост производительности может сопровождаться сокращением занятости, однако наибольших успехов в рамках отрасли добиваются компании, которые опережают других по производительности. В долгосрочной перспективе у них и занятость, и благосостояния выше, чем у отставших конкурентов... Таким образом, результаты международного анализа отчетливо указывают на тесную связь между... производительностью труда и созданием рыночной стоимости»<sup>14</sup>.

Исходя из исследований *McKinsey Global Institute*, можно сделать допущение, что вертикальная ось матрицы может отражать фактическую производительность труда данной бизнес-единицы. Сложность на данном этапе возникает именно с определением данной производительности труда. Для этого воспользуемся подходом компании *Arthur D. Little*, которая предлагает рассматривать

понятие производительности труда как обобщающей категории, охватывающей все стороны итоговой деятельности предприятия, т. е. производительность труда, по сути, превращается в совокупную производительность. Основная сложность расчета совокупной производительности при таком подходе заключается в корректности отнесения используемых ресурсов к данной бизнес-единице.

В результате сделанного допущения мы получаем следующую картину:

1. Если совокупная производительность анализируемой бизнес-единицы ниже средней по отрасли, то это значение соответствует области «Один из возможных владельцев», при условии, что у материнской компании отсутствует возможность увеличения производительности БЕ.

2. Если совокупная производительность выше или равна средней по отрасли, то такое значение соответствует области «Естественный владелец», при условии сохранения высокой совокупной производительности данной БЕ в ближайшей перспективе.

Таким образом, «получив итоговую картину «размещения» бизнес-единиц в матрице и проанализировав их позиции, можно перейти к планированию предваритель-

ных стратегий для каждой из них»<sup>15</sup>. Основной принцип этой работы совпадает с главным принципом *MACS*: решение о сохранении конкретной бизнес-единицы в портфеле предприятия зависит, прежде всего от его способности извлекать из данной единицы максимальную стоимость, а не от возможности бизнес-единицы создавать эту стоимость в качестве независимого предприятия.

«Кроме того, матрица *MACS* позволяет сформулировать несколько полезных стратегических советов:

- ◆ даже очень привлекательные бизнес-единицы должны быть проданы тем владельцам, которые способны извлечь из них большую стоимость;
- ◆ необходимо оставить в портфеле посредственные бизнес-единицы, если вы можете извлечь из них большую стоимость, чем другие потенциальные владельцы;
- ◆ максимального внимания требуют те бизнес-единицы, которые расположены в верхнем левом углу матрицы: если предприятие является наилучшим владельцем, их нужно развивать, в противном случае – продать;
- ◆ если потенциал повышения эффективности тех

<sup>13</sup> Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – С. 42.

<sup>14</sup> Там же. – С. 43.

<sup>15</sup> *MACS: Корпоративная стратегия, инициированная рынком* // Вестник *McKinsey*. № 2. 2002. [<http://www.mckinsey.com/locations/moscow/russianquarterly/issue2/>].

или иных бизнес-единиц еще не исчерпан, следует рассмотреть возможности его максимальной реализации и последующей продажи этих единиц другим владельцам»<sup>16</sup>.

Матрица MACS позволяет получить лишь одномоментное отображение текущей ситуации, ее «фотографию». В некоторых случаях руководители предприятия могут найти новые способы извлечения стоимости и стать «естественным» собственником тех бизнес-единиц, которые прежде не попадали в сферу ее «естественноговладения. Но значительные изменения, как правило, требуют и от предприятия, и от бизнес-единиц существенных затрат.

В результате задача управленцев сводится к тому, чтобы определить комбинации на выков и бизнес-единиц, обеспечивающие самые благоприятные условия для создания стоимости.

Преимущество модели MACS для целей стратегической диагностики состоит в том, что для ее применения требуются данные, находящиеся в распоряжении предприятия. Эти данные отражают, с одной стороны, усилия самого предприятия для достижения конкурентного преимущества (в том числе и эффективность комплекса маркетинга), с другой – восприимчивость рынка кенным товарам и услугам. На основе этих данных, характе

ризующих существующее положение бизнес-единиц, товаров и услуг и перспектив их развития, руководство предприятия может принимать решения о перераспределении существующих ресурсов в наиболее перспективные направления бизнеса, реализуя тем самым эффективную стратегию и наиболее эффективно управляя формированием рыночной стоимости предприятия.

#### Автор:

Гергерт Дмитрий Владимирович, к.э.н., доцент кафедры менеджмента Пермского филиала Государственного университета – Высшей школы экономики.

<sup>16</sup> MACS: Корпоративная стратегия, инициированная рынком // Вестник McKinsey. № 2, 2002 [<http://www.mckinsey.com/locations/moscow/russianquarterly/issue2/>].