

Факторы стоимости горно-металлургических компаний

Аннотация. Все больше компаний в своих стратегиях декларируют курс на максимизацию стоимости бизнеса. Отсутствие прямого влияния организации на стоимость, как результативный показатель, указывает на необходимость выявления факторов, оказывающих на нее воздействие, определения степени их влияния с целью выявления ключевых драйверов стоимости, учитываемых при принятии повседневных и стратегических управленческих решений. На основе исследования научной литературы в статье раскрыто содержание категории фактор стоимости. В связи с тем, что эффективность бизнеса в некоторой мере зависит от специфики отрасли, определены особенности оценки горно-металлургических компаний, выбранных как основа для дальнейшего апробирования результатов исследования. Важнейшим активом горнодобывающих компаний является месторождение, которому присущи характеристики опциона. В статье указаны возможные законодательные ограничения применения метода реальных опционов на практике. Представлен пример декомпозиции факторов стоимости верхних уровней. Наличие среди отраслевых особенностей фактора зависимости цен на продаваемую продукцию от результатов биржевых торгов на Лондонской бирже металлов (London Metal Exchange, LME) указывает на необходимость дальнейшего исследования применения сценарного моделирования при определении факторов стоимости горно-металлургических компаний.

Ключевые слова: оценка стоимости бизнеса; горнодобывающие предприятия; металлургия; факторы стоимости; оценка стоимости месторождений; управление; управление стоимостью.

Abstract. Nowadays, more and more companies in their strategies declares a policy of maximizing the value of the business. The absence of direct control for the business value as a productive indicator points to the need identifications of the drivers having impact on value and definitions of extent of their influence for the further detection of the key value drivers taken into account when making day to day and strategic management decisions. Based on a study of the scientific literature the content of category of the value driver was disclosed here. Due to the fact that the efficiency of business to a certain extent depends on the specifics of the industry, in article features of the valuation of mining and metals companies chosen as a basis for further approbation of research results were defined. The most important asset of mining companies is the mineral property, which are inherent characteristics of an option. The possible legislative restrictions on the use of real options method in practice were highlighted here. An example of the decomposition of the upper levels value drivers was introduced. The presence among the industry characteristics driver depending on the price of products sold by the results of trading on the LME (London Metal Exchange, LME) indicates the need for further research on the use of scenario modeling drivers in determining value of mining and metals companies.

Keywords: business valuation; mining and metals company; value drivers; valuation of mineral property; management; value based management.



Казакова К.Ю.,
студентка магистратуры
Финансового университета
✉ kazakova.k.y@mail.ru

Современное экономическое пространство характеризуется огромным спектром альтернативных вариантов принятия экономических и управленческих решений. Принимаются решения относительно выбора сфер приложения капитала, ресурсов,

Научный руководитель: **Федотова М.А.**, доктор экономических наук, профессор кафедры «Оценка и управление собственностью».

необходимых для осуществления предпринимательской деятельности, источников ее финансирования, форм и способов инвестиций.

Российским менеджерам приходится делать выбор между существующими моделями функционирования и управления бизнесом или разрабатывать собственную концепцию развития и включать стоимостные критерии в свою повседневную работу, руководствуясь одним из наиболее общих и важных принципов управления финансовыми ресурсами – принципом повышения стоимости компании. Результаты проводимой оценки должны позволять менеджерам оценить перспективы дальнейшего функционирования, выявить проблемные зоны, проанализировать эффективность избранной стратегии развития компании. Важной составляющей стоимостной концепции является глубокое понимание переменных, которые влияют на создание стоимости, – факторов (драйверов) стоимости, которые способствуют правильному восприятию топ-менеджерами бизнеса и построению диалога с целью отслеживания достигнутого уровня и получения информации о планируемом исполнении поставленных задач.

Выявление факторов, оказывающих влияние на стоимость, позволяет принимать стратегические и повседневные управленческие решения, способствующие ее максимизации, объединять цели, стратегию компании, аналитические методы, бизнес-процессы.

В исследованиях оценки бизнеса неоднократно отмечались проблемные области, с которыми приходится сталкиваться при подсчете стоимости компании и выявлении рычагов воздействия на нее. Так, регулярные аномалии, существующие на финансовых рынках, вынуждают обратить особое внимание на элементы психологии поведения человека. Эти положения находят отражение в концепции поведенческих финансов (*behavioral finance*). В настоящее время в отношении оценки бизнеса формируется отдельное направление этой теории – поведенческая оценка (*behavioral valuation*). Исключение эвристического поведения рынков и инвесторов, влияющего, в первую очередь, на цену акции и, как следствие, капитализацию, также может выступать способом развития существующих факторов стоимости [1].

Несмотря на то, что каждая организация обладает уникальным набором бизнес-процессов для создания добавленной стоимости

и достижения поставленных целей, возможно формирование общей модели, которая включает показатели основных процессов, присущих любому бизнесу. Вместе с тем необходимость управления предприятием на базе факторов стоимости требует разработки универсальной модели, позволяющей выявить наиболее обоснованные факторы в каждом конкретном случае и сформировать на их основе систему управления предприятием. Возникающая потребность в разработке инструментов анализа цепочки создания стоимости, выявления взаимосвязей факторов и их влияния на стоимость компании усиливается по мере увеличения капиталоемкости бизнеса и его нацеленности на учет долгосрочных перспектив развития.

В нынешней ситуации важно не только оценить воздействие на тот или иной бизнес факторов, определяющих доходность именно в данный момент, но и представить, как изменится сила воздействия этих факторов в ближайшее время, какие новые условия развития бизнеса могут появиться. Разумеется, речь идет как о позитивных, так и негативных условиях [2, с. 31].

Выявление факторов, оказывающих влияние на стоимость, позволяет принимать стратегические и повседневные управленческие решения

Решение выше обозначенных задач возможно посредством информационно-аналитической модели, которая позволяет оперативно аккумулировать и представлять достоверную и полную информацию для принятия эффективных финансово-инвестиционных решений.

Прежде чем мы обратимся к особенностям бизнеса горно-металлургических компаний, обосновавшим основные факторы стоимости, необходимо более четко определиться с категориями.

В научной литературе представлены различные, но по сути равнозначные интерпретации понятия «фактор стоимости». Рассмотрим следующие из них:

1) фактор стоимости – некая переменная, от которой зависит результативность предприятия (например, эффективность производства или удовлетворение потребителей) (Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин).

2) факторы стоимости – финансовые и нефинансовые показатели, в том числе и опережающие индикаторы, которые отражают эффективность рыночной, операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании (М.В. Мельник, В.Г. Когденко).

3) Драйвер стоимости – любая переменная, которая влияет на рыночную стоимость предприятия; это могут быть ключевые переменные для компании в целом (например, рост продаж или маржа) или ключевые переменные для отдельного подразделения (например, снижение транспортных издержек в расчете на одного потребителя для отделения доставки продукции) (А. Грегори).

4) Драйвер стоимости – любой финансовый коэффициент, существенно влияющий на стоимость компании (например, если при изменении темпов роста объема продаж на 1% стоимость компании изменяется на 10%, то темп роста продаж, безусловно, можно считать драйвером стоимости) (Т. Коупленд).

5) Драйвер стоимости – основной стоимостной параметр, влияющий на акционерную стоимость и удобный в управлении менеджеру (А. Раппапорт).

Разнообразие определений для термина «фактор стоимости», а также большое распространение в англоязычной литературе понятия «драйвер стоимости» приводят к различным интерпретациям данных терминов и их разграничению. Так, А.В. Кушниренко и В.Н. Кушниренко полагают, что термины «фактор» и «драйвер» стоимости являются различными по своей сути. С точки зрения авторов, факторы стоимости воздействуют на стоимость компании, а драйверы стоимости являются инструментами, посредством которых менеджеры управляют компанией, другими словами, драйвер стоимости – это измеряемая величина влияния фактора на стоимость компании [3].

По нашему мнению, источником данной дискуссии является двойственная природа фактора стоимости. С одной стороны, фактор стоимости можно определить как любую переменную, влияющую на стоимость компании. Для того чтобы факторами можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, определить, какой из них оказывает наибольшее воздействие на стоимость, какими из них можно управлять, а какие являются системными.

С другой стороны, фактор стоимости – это процесс или явление, происходящие в системе (социально-экономической, природно-климатической), обладающие параметрами, свойствами или характеристиками и оказывающие влияние на свойства объекта.

Исследование позволило сформулировать следующее определение факторов стоимости:

Факторы стоимости – *финансовые и нефинансовые стоимостные показатели как для компании в целом, так и для ее отдельных подразделений, в том числе опережающие индикаторы, которые отражают эффективность рыночной, операционной, инвестиционной и финансовой деятельности бизнеса и влияют на фундаментальную стоимость компании.*

При определении факторов стоимости требуется соблюдение трех важных принципов:

1. Факторы стоимости должны быть напрямую привязаны к созданию стоимости для акционеров и с необходимой детализацией доведены до всех уровней организации вплоть до самого нижнего.

2. При установлении целевых нормативов и при оценке результатов деятельности факторы стоимости следует выражать как финансовыми, так и операционными показателями.

3. Факторы стоимости должны отражать как текущую деятельность, так и долгосрочные перспективы роста.

Каким образом можно выявить факторы стоимости? Процесс состоит из трех стадий: распознавание, установление приоритетов, институционализация.

1. **Распознавание.** Первейшая задача – построить деревья стоимости, которые выявляли бы систематическую связь оперативных элементов бизнеса (предприятия) с процессом создания стоимости. Желательно выразить эту связь математически, однако неколичественными параметрами тоже не следует пренебрегать.

2. **Установление приоритетов.** На данном шаге необходимо определить, какие факторы оказывают самое сильное влияние на стоимость, для чего следует испытать, насколько чувствительна стоимость бизнес-единицы к изменениям каждого фактора стоимости; для этого перебираются по очереди все выбранные переменные, одна за одной, и исследуется эффект малейшего изменения каждой. Дальше надо проанализиро-

вать ограниченное число отобранных факторов стоимости, чтобы определить их «реальный» потенциал и наверняка воплотить его в каждом действии, направленном на улучшение работы. В завершение этой стадии составляется перечень ключевых факторов стоимости с указанием потенциала каждого из них.

3. Институционализация. Факторы стоимости вводятся в набор целевых нормативов и в систему оценки работы предприятия. При этом перечень факторов стоимости необходимо периодически пересматривать, ибо порядок их приоритетности может измениться с изменением рыночных условий и развитием навыков самой компании [4, с. 119–120].

Существуют различные подходы классификации факторов стоимости, при этом основным критерием для их определения является характеристика отрасли, в которой осуществляется деятельность компания.

Несмотря на то, что металлургия переживала в последние годы не самое лучшее время, благоприятная рыночная конъюнктура способствовала восстановлению отрасли. Но не стоит рассчитывать на то, что такое положение сохранится надолго: нужно заранее готовиться к трудным временам. Несколько тенденций уже изменяют ландшафт отрасли и в ближайшие годы заденут всех игроков: это и набирающая темп консолидация, и вероятное снижение цен, и «китайский фактор», и ужесточение экологических норм, и рост издержек. По данным опроса руководителей крупнейших компаний мира, проведенного в 2014 г. *PricewaterhouseCoopers (PwC)*, только 24% руководителей металлургических компаний верят в то, что состояние экономики улучшится в 2015 г., еще меньше среди них тех, кто верит в рост экономики. По их мнению, риски, угрожающие росту бизнеса, серьезно возросли и стали выше, чем в любой другой отрасли. Тем не менее 75% руководителей металлургических компаний ожидают, что выручка в ближайшие 12 месяцев вырастет. А когда речь идет о повышении операционной эффективности, руководители металлургических компаний действительно принимают меры: 90% опрошенных отметили, что приступают к сокращению затрат в 2015 г. [5].

Характеристикой добывающих отраслей, которая выделяет их из ряда других отраслей и

секторов экономики, является истощение или истощение природных ресурсов. Определение технических возможностей и экономической целесообразности добычи требует значительно-го объема работ и исследований. Большинство перспективных месторождений полезных ископаемых так никогда и не вовлекаются в добычу. Именно тип и характер месторождения (размеры, запасы, способ разработки) более всего влияет на эффективность горного предприятия. Главным источником стоимости месторождений минерально-сырьевых ресурсов в добывающей отрасли являются прогнозируемые денежные поступления от них, которые могут варьироваться от года к году, в зависимости от типа товара на основе минерально-сырьевого ресурса, циклического характера товарных рынков и цен, а также изменений в уровне производительности и затрат. Оценка стоимости месторождений базируется на объеме запасов полезных ископаемых, количество и качество которых может корректироваться со временем в силу изменения экономической конъюнктуры, технологий, а также в зависимости от результатов геологоразведки.

Факторы стоимости должны отражать как текущую деятельность, так и долгосрочные перспективы роста

Кроме того, при оценке горно-металлургической компании не стоит пренебрегать прогнозированием цен на металлы. Так, основной особенностью формирования цен на цветные металлы является тот факт, что они относятся к товарам биржевой группы, и цены на них (согласно большинству контрактов) устанавливаются на Лондонской бирже металлов (*London Metal Exchange, LME*) и привязаны к результатам торгов на бирже. Таким образом, уровень цен зависит не только от соотношения реального спроса и предложения, но и в значительной мере от спекулятивного спроса со стороны разнообразных инвестиционных и хедж-фондов. Поэтому и результат оценки в значительной степени зависит от того, в какой фазе экономического цикла, переживаемого компанией, мы находимся. В случае рассмотрения периода бума или резкого роста цен на металлы горно-металлургические

компании будут декларировать о прибыли и приросте денежного потока. Между тем во время длительного экономического спада или в фазе низких цен на металлы даже лучшие компании в отрасли могут столкнуться с трудностями.

Большинство руд содержат полезные минералы в низких концентрациях. Прямая металлургическая переработка руды характеризуется высокими эксплуатационными затратами, низкими извлечениями металлов и производительностью оборудования. Следующей отличительной особенностью предприятий горно-металлургической отрасли является высокая доля постоянных затрат [6, с. 13]. Высокая доля постоянных затрат обусловлена необходимостью поддерживать разрабатываемые месторождения даже при низких ценах на металлы в связи с тем, что в противном случае закрытие и повторное открытие месторождений может привести к еще большим затратам. Кроме того, металлургическое производство является безостановочным, что также свидетельствует о необходимости обеспечения его поддержания в нисходящей фазе экономического цикла отрасли.

Как правило, предприятия горной промышленности располагаются в отдаленных и малонаселенных районах со сложными климатическими условиями, далеко от потребителей конечной продукции. Местоположение также является важнейшим фактором, обуславливающим экономическую эффективность предприятия, поскольку относительная близость к промышленно развитым районам страны значительно снижает капитальные вложения.

Кроме того, для горно-металлургических компаний отдельно следует выделить социальные инвестиции, составляющие существенную долю от совокупных затрат предприятия. Наравне с ужесточением экологических норм, направленных на сохранение окружающей среды, немаловажную роль в производственном процессе занимает работа людей. Именно забота о сотрудниках компании, непосредственно участвующих в производственном процессе и подверженных негативному влиянию, в первую очередь о состоянии их здоровья, является приоритетным для компаний отрасли, особенно для тех из них, сырьевые базы которых располагаются в районах с суровыми климатическими условиями.

Важно отметить, что, развиваясь и открывая новые месторождения, горно-металлургические компании вынуждены осуществлять значительные инвестиции в инфраструктуру. Источником денежных средств для реализации инвестиционных проектов в большинстве случаев является долговое финансирование, из чего следуют высокие левверидж и коэффициенты долговой нагрузки, что также отражает и высокий риск бизнеса, заключающийся в возможных проблемах с погашением долговых обязательств.

Среди прочих особенностей следует обозначить длительный период от исследования до ввода месторождения в эксплуатацию, причинами чего является специфика строительства горно-обогатительных комбинатов (ГОК), закупка уникального оборудования (например, мельниц) и прочее.

Предварительные геологические исследования позволяют только приблизительно определить количество и качество полезных ископаемых, скрытых в недрах. Степень этого приближения оказывает определяющее влияние на реальность прогнозируемых в бизнес-плане финансовых показателей. Таким образом, инвестор в процессе принятия решения о разработке месторождения сталкивается с условиями повышенной неопределенности, т.е. для горного производства характерен повышенный уровень риска.

Продукция горной промышленности в силу невозможности минерального сырья и невозможности создания его техногенного эквивалента имеет устойчивый спрос, что приводит к значительно меньшим по сравнению с другими отраслями расходам на рекламу и маркетинг.

Большинство видов горных производств относится к разряду стратегических, в связи с чем пользуется поддержкой государства, что выражается в льготных налоговых и таможенных режимах, содействии реализации инвестиционных программ и других мерах, направленных на стимулирование производства.

Особенности организации трудового процесса предполагают постоянное перемещение рабочих мест по руднику или шахте по отношению к неподвижному предмету труда, в то время как большинству промышленных предприятий свойственно обратное.

Горная промышленность является одной из самых трудоемких отраслей народного хозяйства. Это связано в основном с характером работ, поскольку основная их часть ведется под землей или в карьерах и требует человеческого вмешательства, а также с тем, что постоянное перемещение рабочих мест осложняет процесс автоматизации.

Для горно-металлургических компаний характерна холдинговая организационная структура, что, во-первых, связано с особенностями технологического процесса, а во-вторых – с оптимизацией издержек основного производства. Только единый имущественный комплекс, объединяющий по отдельности инвестиционно непривлекательные предприятия, имеет перспективу привлечь внимание отечественных и зарубежных инвесторов.

Вспомогательные организации, действующие в составе холдинговой структуры параллельно с крупнейшими горно-рудными предприятиями, осуществляют различные виды деятельности. Так, это строительные организации, производящие работы на объектах сырьевой базы по электрике, теплоизоляции, обустройствам наружные и внутренние инженерные сети, монтирующие металлоконструкции, механотехнологическое оборудование, трубопроводы, включая магистральные. Технические подразделения решают вопросы, возникающие при ремонте уникального горнодобывающего и металлургического оборудования. Повышенные требования в части обеспечения надежности энергосистемы обосновывают необходимость наличия в структуре энергетических организаций, которые вместе с распределением электроэнергии осуществляют тепловодоснабжение. Удаленность ресурсной базы, как уже отмечалось выше, требует специальных знаний при построении логистических схем снабжения и отгрузки продукции, что выражается в наличии в структуре транспортных предприятий, в том числе морских портов.

При построении модели факторов стоимости компании необходимо определить базовый подход к определению стоимости. Наравне с традиционными методами, рассматриваемыми в рамках трех основных подходов, наличие минеральной собственности приводит к применению специальных методов при оценке горно-металлургических компаний, таких как метод чистой

стоимости полезного ископаемого в пласте (*net in situ value*), метод геолого-геофизических матриц (*Geoscience Matrix*) и прочих.

У российских исследователей в последнее время все большим спросом пользуется метод реальных опционов. Однако, принимая во внимание требование Федерального закона «О недрах»¹, заключающееся в постоянном использовании недр в рамках выданной лицензии, возможность успешного апробирования метода реальных опционов к российским условиям является сомнительной, в первую очередь по причине утраты опционной составляющей, заключающейся в гибкости управленческих решений. Несмотря на заявления Федерального агентства по недропользованию о возможности приостановки лицензии по просьбе недропользователя при наличии объективных причин (например, отсутствия экономической целесообразности добычи), на практике реализовать эту возможность затруднительно. Это вынуждает компании даже при отрицательных инвестиционных показателях проектов продолжать вкладывать финансовые ресурсы, чтобы сохранить лицензии.

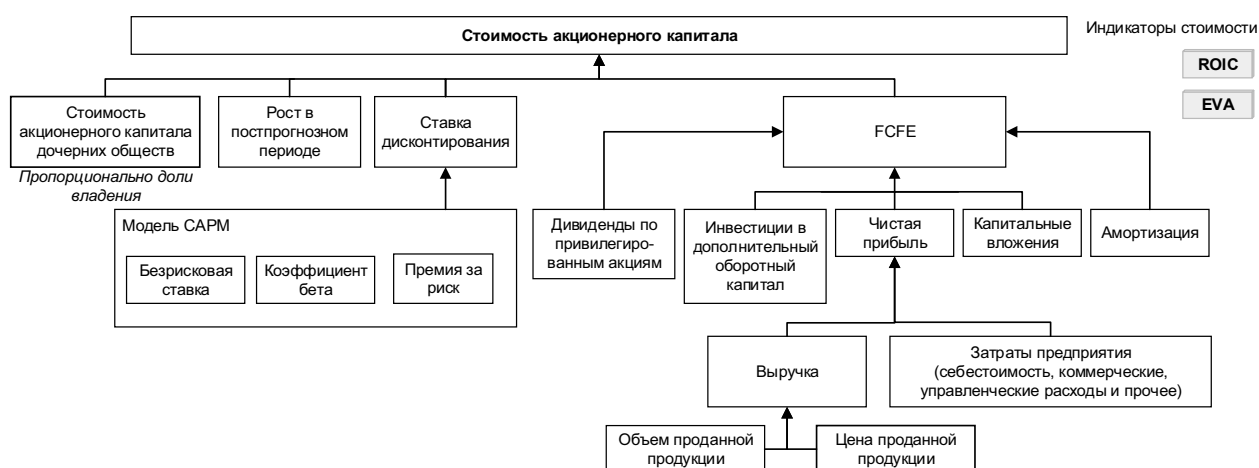
В международной практике для стоимостной оценки минеральных и сырьевых предприятий применяются наиболее известные и заслужившие признание специалистов различных стран кодексы и руководства: *VALMIN* (кодекс Института горного дела и металлургии Австралии), *CIMVAL* (кодекс Института горного дела и металлургии Канады), *SAMVAL* (кодекс Южноафриканского института горного дела и металлургии).

По данным исследований российских ученых, для оценки горно-металлургической компании наиболее приемлемым представляется применение метода дисконтированных денежных потоков, согласно которому:

Стоимость компании = Сумма дисконтированных денежных потоков за прогнозный период + Текущая стоимость бизнеса в постпрогнозный период + Стоимость неоперационных активов.

В большинстве трудов российских ученых факторы стоимости определяются декомпозицией стоимостных показателей *ROIC* (*return on*

¹ Федеральный закон «О недрах» от 21.02.1992 № 2395–1 (действующая редакция от 31.12.2014). Источник опубликования: URL: <http://www.rosnedra.gov.ru/article/117.html>.



Пример декомпозиции факторов стоимости

Источник: разработка автора.

invested capital – рентабельность инвестированного капитала) и *EVA* (*economic value added* – экономическая добавленная стоимость). Мы не ставим себе целью сравнительный анализ, выявление преимуществ и недостатков использования различных стоимостных показателей. Но отметим, что основоположником концепции *VBM* (*value based management* – концепция управления стоимостью) Альфредом Раппапортом данные показатели рассматриваются как индикаторы стоимости, а их распространенность обусловлена определенностью алгоритма расчета, и тем самым возможностью применения для вознаграждения руководителей, укрепляя тем самым ориентацию управления на повышение стоимости бизнеса [7, с. 1961, 2116].

Обобщая вышесказанное, вариант концепции моделирования факторов стоимости горно-металлургических компаний может быть представлен как декомпозиция параметров метода дисконтированных денежных потоков с учетом перекрестных вложений в предприятия корпоративной структуры и значениями стоимостных индикаторов (рисунком).

Данное моделирование позволит установить драйверы стоимости, определить их чувствительность, что при анализе информации о рыночных котировках акций компании способствует принятию грамотных управленческих решений, ориентированных на максимизацию стоимости бизнеса.

Таким образом, несмотря на проводимые исследования в оценке стоимости бизнеса, выяв-

ление факторов, определение их чувствительности, построение аналитической системы, применение сценарного моделирования, которое позволяет изменять некоторые факторы одновременно и тем самым определять возможность их совместного воздействия на стоимость компании, является актуальным, востребованным бизнесом и нуждается в дальнейшем проведении аналитических исследований.

Литература

1. Федотова М.А., Рутгайзер В.М., Будицкий А.Е. Поведенческая оценка и ее дальнейшие перспективы в российских условиях // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2009. № 1, с. 39–48.
2. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса: Учебное пособие. 2-е издание. М.: Маросейка, 2008. 432 с.
3. Кушниренко А.В., Кушниренко В.Н. Факторы и драйверы стоимости в управлении компанией // Экономика в промышленности. 2013. № 3, с. 79–82.
4. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. 576 с.
5. Краткий обзор мировой металлургической промышленности, представленный компанией PricewaterhouseCoopers (PwC). [Электронный ресурс]. URL: http://www.pwc.ru/ru/press-releases/2015/survey_metals_jhtml (дата обращения: 14.03.2015).
6. Baurens Svetlana. Valuation of Metals and Mining Companies // Basinvest, 2010, 81 p.
7. Rappaport Alfred. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. 2nd ed // Free Press, 1998. Kindle version. 3774 p.