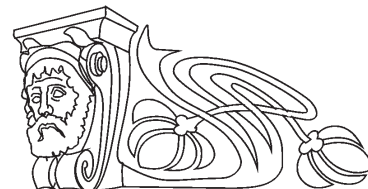


УДК 338.242

## РОЛЬ РЫНОЧНЫХ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ В СБАЛАНСИРОВАННОЙ СИСТЕМЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ СТРАТЕГИЧЕСКОГО КОНТРОЛЛИНГА

**Л. Б. Пчелинцева**

кандидат экономических наук,  
доцент кафедры учета, финансов и банковского дела,  
Саратовский институт (филиал) Российского  
государственного торгово-экономического университета  
E-mail: Pchelud@yandex.ru



**Введение.** Система контроллинга в коммерческих организациях предполагает использование собственного, нередко достаточно сложного инструментария. Следовательно, очевидна актуальность вопроса модификации и оптимизации существующего инструментария контроллинга. Важным вопросом, неизбежно возникающим при определении общей компоненты сбалансированной системы показателей, является формирование набора используемых показателей. Набор показателей, включаемых в состав сбалансированной системы, предполагает использование рыночных мультипликаторов. **Теоретический анализ.** В статье рассматривается методика целевого отбора показателей, при этом в качестве универсального целевого показателя, применимого в отношении любых коммерческих организаций, предлагается использовать стоимость коммерческой организации и темпы ее прироста. Положительное значение стоимости коммер-

ческой организации рассматривается в качестве индикатора достижения первой цели, а обеспечение положительных темпов ее прироста – как индикатор достижения второй цели. Учитывая ограниченную применимость натуральных мультипликаторов, автор считает, что в рамках общей компоненты сбалансированной системы показателей стратегического контроллинга в коммерческих организациях целесообразно ограничиться использованием только финансовых мультипликаторов. Для этих целей возможно использовать мультипликаторы индикативной рыночной стоимости. Все рыночные мультипликаторы могут быть рассчитаны для любых коммерческих организаций, отражая капиталоемкость их бизнеса (через стоимость активов), объемы реализации (через выручку) и эффективность деятельности в целом (через чистую прибыль). **Заключение.** Сбалансированная система показателей подразумевает целевой отбор показателей и ба-



зируется на использовании метода рыночных мультипликаторов, позволяющих дать наиболее точную оценку стоимости коммерческих организаций.

**Ключевые слова:** инструментарию стратегического контроллинга, рыночные мультипликаторы, целевой отбор показателей в сбалансированной системе.

### Введение

Как свидетельствует зарубежная и отечественная практика, долгосрочность функционирования коммерческой организации сама по себе отнюдь не означает автоматического увеличения ее стоимости, при этом классические модели оценки стоимости коммерческих организаций базируются исключительно на финансовых показателях их деятельности, совершенно не принимая во внимание все прочие аспекты.

Комплексный подход к созданию системы контроллинга в коммерческих организациях предполагает выделение стратегического и оперативного контроллинга, причем каждый вид контроллинга должен предусматривать использование собственного, нередко достаточно сложного инструментария (в частности, в качестве методической и методологической основы для осуществления стратегического контроллинга автор предлагает рассматривать сбалансированную систему показателей). Таким образом, становится совершенно очевидной важность и актуальность вопроса модификации и оптимизации существующего инструментария контроллинга.

Важным вопросом, неизбежно возникающим при определении общей компоненты сбалансированной системы показателей, является формирование набора используемых показателей.

### Теоретический анализ

Что касается набора показателей, включаемых в состав сбалансированной системы, то при его формировании предлагается использовать так называемые *рыночные мультипликаторы* (в качестве альтернативных нередко применяются термины «сравнительные коэффициенты» или «рыночные коэффициенты»).

Учитывая данный факт, возможно трансформировать сбалансированную систему показателей путем использования подхода к выделению отдельных групп показателей, отличного от традиционного: вместо выделения групп показателей в соответствии с выбранными направлениями оценки эффективности целесообразно перейти к выделению групп показателей в зависимости от их значимости для системы контроллинга коммерческой организации. Для

выделяемых групп показателей одновременно должны соблюдаться два правила:

1) чем выше значимость отдельной группы показателей в рамках их сбалансированной системы, тем меньше показателей должно входить в ее состав;

2) между отдельными группами показателей должна существовать очевидная логическая взаимосвязь, причем показатели группы, характеризующейся более высоким уровнем значимости, следует интерпретировать в качестве результативных, а показатели группы, следующей за ней по уровню значимости, – в качестве факторных.

Что же касается общей логики построения сбалансированной системы показателей, то в качестве показателей, характеризующихся наиболее высоким уровнем значимости, нужно применять те, которые могут использоваться в качестве индикатора стоимости коммерческой организации. Например, в таком качестве может выступать индикативная рыночная стоимость коммерческой организации, т. е. рассчитанная по определенному алгоритму величина, отражающая возможную цену ее продажи.

На следующем уровне подобной сбалансированной системы показателей, применяемой для осуществления стратегического контроллинга, будут находиться показатели, непосредственно влияющие на стоимость коммерческой организации, среди которых, по аналогии с традиционным подходом, можно выделить финансовые показатели (например выручку, чистую прибыль, стоимость активов коммерческой организации, ее свободный денежный поток и пр.) и нефинансовые показатели (в частности объем произведенной и реализованной продукции в натуральном выражении, совокупные производственные мощности, общее количество клиентов и т. д.).

В принципе, количество выделяемых групп в сбалансированной системе показателей ничем не ограничено, однако оптимальными будут являться относительно небольшие системы, состоящие из 2–3 уровней и предполагающие расчет от 5–10 (для двухуровневых систем).

Таким образом, в качестве основных инструментов контроллинга автор предлагает рассматривать сбалансированную систему показателей (для стратегического контроллинга), при этом необходима определенная модификация указанных инструментов.

Например, в настоящий момент не существует общепринятых правил или критериев, в соответствии с которыми осуществляется включение тех или иных показателей в состав



их сбалансированной системы в коммерческих организациях. Практически каждая группа исследователей предлагает свой подход к формированию подобной системы, нередко принципиальным образом отличающийся от других подходов, причем даже в рамках одной школы контроллинга между ними могут быть серьезные противоречия [1].

О чрезвычайно слабом уровне методологической разработанности данной проблемы однозначно свидетельствует и то, что в различных исследованиях кардинальным образом отличается сама логика их отбора. Можно выделить два основных способа их отбора: целевой и покомпонентный.

Целевой отбор предполагает, что в рамках системы контроллинга в коммерческой организации существует некий целевой, количественно измеримый показатель, значение которого может интерпретироваться как индикатор эффективности (или неэффективности) ее функционирования. Так, в качестве целевого показателя могут использоваться выручка, чистая прибыль, свободный денежный поток, стоимость чистых активов, объем производства (в натуральном выражении), доля на рынке, занимаемая коммерческой организацией, и пр.

При использовании покомпонентного отбора единый целевой показатель обычно отсутствует, поэтому целесообразность включения отдельных показателей в сбалансированную систему определяется преимущественно экспертным путем, причем особое внимание уделяется их репрезентативности (тому, насколько точно и объективно они отражают отдельные аспекты деятельности коммерческой организации).

С точки зрения методологии исследования оптимальным является целевой отбор показателей, при этом в качестве универсального целевого показателя, применимого в отношении любых коммерческих организаций, предлагается использовать *стоимость коммерческой организации и темпы ее прироста*. Исходя из этого, можно рассматривать положительное значение стоимости коммерческой организации в качестве индикатора достижения первой цели, а обеспечение положительных темпов ее прироста – как индикатор достижения второй цели.

Необходимо отметить, что рыночные мультипликаторы обычно используются для оценки стоимости коммерческих организаций (как представленных на рынке ценных бумаг, так и не представленных на нем), однако наибольшее распространение они получили при оценке стоимости публичных компаний, акции которых обращаются на биржевом рынке. Однако

в рамках систем контроллинга в коммерческих организациях они не получили распространения, при этом в некоторых теоретических исследованиях, особенно зарубежных специалистов, встречается сама идея ориентации на стоимость коммерческой организации [2].

Подобная ситуация выглядит несколько нелогично, если учесть, что метод рыночных мультипликаторов является одним из ключевых методов, применяемых при оценке стоимости бизнеса, и достаточно активно используется в зарубежной и отечественной практике (в частности, при оценке бизнеса в рамках осуществления сделок по слияниям и поглощениям, при формировании инвестиционных портфелей на рынке ценных бумаг и пр.), причем в отдельных случаях он является наиболее корректным методом оценки (например, при оценке недавно созданных компаний).

Принимая во внимание, что далеко не все компании являются публичными, более корректно использовать не термин «рыночная капитализация», который предполагает обращение акций компании на рынке ценных бумаг, а термин «индикативная рыночная стоимость», применимый в отношении любых компаний (в дальнейшем будем обозначать его как  $P_I$ ).

Учитывая ограниченную применимость натуральных мультипликаторов, автор считает, что в рамках общей компоненты сбалансированной системы показателей стратегического контроллинга в коммерческих организациях целесообразно ограничиться использованием только финансовых мультипликаторов.

Для этих целей возможно использовать следующие мультипликаторы:

1) Индикативная рыночная стоимость / Стоимость активов ( $\frac{P_I}{BV}$ );

2) Индикативная рыночная стоимость / Выручка ( $\frac{P_I}{S}$ );

3) Индикативная рыночная стоимость / Чистая прибыль ( $\frac{P_I}{E}$ ).

Все указанные выше рыночные мультипликаторы могут быть рассчитаны для любых коммерческих организаций, отражая капиталоемкость их бизнеса (через стоимость активов), объемы реализации (через выручку) и эффективность деятельности в целом (через чистую прибыль).

Третьим важным вопросом, связанным с формированием общей компоненты сбалансированной системы показателей стратегического



контроллинга, является методика их расчета и использования в рамках данной системы.

Методика расчета рыночных мультипликаторов предельно проста: значение любого мультипликатора – это результат элементарного деления одной величины на другую, поэтому не будем детально ее рассматривать, сконцентрировавшись на их использовании в рамках сбалансированной системы показателей [3, с. 64–65].

Располагая информацией о значениях финансовых показателей оцениваемой коммерческой организации (знаменатель мультипликаторов) и средних значениях соответствующих мультипликаторов (для группы компаний-аналогов), можно осуществить расчет индикативной рыночной стоимости коммерческой организации по каждому мультипликатору в отдельности, а затем получить усредненную оценку данного показателя, применив формулу

$$\overline{P}_I = \frac{P_{I(BV)} + P_{I(S)} + P_{I(E)}}{n}, \quad (1)$$

где  $\overline{P}_I$  – средняя индикативная рыночная стоимость коммерческой организации;  $P_{I(BV)}$ ,  $P_{I(S)}$  и  $P_{I(E)}$  – индикативная рыночная стоимость коммерческой организации, полученная с использованием ее стоимости активов, выручки и чистой прибыли соответственно;  $n$  – количество используемых мультипликаторов.

Помимо собственно индикативной рыночной стоимости коммерческой организации, необходимо использовать цепные, базисные и средние темпы ее прироста, определяемые по формулам:

$$T_{П(Ц)} = \left( \frac{\overline{P}_I}{\overline{P}_{I-1}} - 1 \right) * 100\%, \quad (2)$$

$$T_{П(Б)} = \left( \frac{\overline{P}_I}{\overline{P}_{I_0}} - 1 \right) * 100\%, \quad (3)$$

$$\overline{T}_П = \left( \sqrt[k]{\frac{\overline{P}_I}{\overline{P}_{I_0}}} - 1 \right) * 100\%, \quad (4)$$

где  $T_{П(Ц)}$ ,  $T_{П(Б)}$  и  $\overline{T}_П$  – цепной, базисный и средний темп роста индикативной рыночной стоимости коммерческой организации;  $\overline{P}_I$ ,  $\overline{P}_{I-1}$  и  $\overline{P}_{I_0}$  – средняя индикативная стоимость коммерческой организации в текущем, предыдущем и базисном (начальном) периоде соответственно;  $k$  – количество уровней временного ряда (при условии, что индикативная рыночная стоимость коммерческой организации система-

тически определяется через равные промежутки времени).

Последовательный расчет цепных, базисных и средних темпов прироста индикативной рыночной стоимости коммерческой организации позволяет получить представление об изменении данного показателя относительно предыдущего периода, базисного периода или в среднем за рассматриваемый период.

Второй частной задачей, возникающей при разработке сбалансированной системы показателей в коммерческих организациях, является формирование ее частной компоненты, позволяющей наиболее эффективно учитывать отраслевые (секторные) особенности отдельных взятых организаций.

Чрезвычайно важно отметить тот факт, что в отличие от общей компоненты, имеющей фиксированную структуру, частная компонента априори является модифицируемой. Формирование частной компоненты должно производиться по двум основным направлениям:

1) использование дополнительных мультипликаторов (как финансовых, так и натуральных) при расчете индикативной рыночной стоимости коммерческой организации, позволяющих максимально точно учесть специфику ее деятельности;

2) применение различных весовых коэффициентов при расчете средней индикативной рыночной стоимости коммерческой организации.

Выбор дополнительных мультипликаторов должен осуществляться в индивидуальном порядке применительно к каждой конкретной коммерческой организации, причем он должен проходить таким образом, чтобы в наибольшей степени учитывать особенности ее бизнеса.

Например, если коммерческая организация осуществляет производство однородной продукции (черная металлургия, производство электроэнергии, добыча природного газа и т. п.), то применительно к ней могут использоваться такие мультипликаторы, как Индикативная рыночная стоимость / Производство ( $\frac{P_I}{O}$ ) и Индикативная рыночная стоимость / Установленная мощность ( $\frac{P_I}{C}$ ), а если производство коммерческой организации является широко диверсифицированным, то использование натуральных мультипликаторов будет некорректным.

Важно обратить внимание на то, что включение дополнительных мультипликаторов в сбалансированную систему показателей следует



осуществлять обоснованно, т.е. приоритет должен отдаваться не простому увеличению количества используемых мультипликаторов, а включению в систему только тех из них, которые действительно отражают специфику деятельности коммерческой организации (так, для нефтяных компаний очень важным считается мультипликатор Индикативная рыночная стоимость / Доказанные запасы углеводородов ( $\frac{P_I}{R}$ )).

В рамках частной компоненты сбалансированной системы показателей в коммерческих организациях вполне обоснованным является дополнение ее общей компоненты 2–5 рыночными мультипликаторами, отражающими особенности их функционирования (следовательно, расчет индикативной рыночной стоимости коммерческой организации будет осуществляться на основе всех используемых мультипликаторов по аналогии с (1)).

В отдельных случаях (при наличии существенных особенностей бизнеса отдельно взятой коммерческой организации) при оценке индикативной рыночной стоимости возможно применение различных весовых коэффициентов к разным мультипликаторам. В любом случае общая сумма всех весовых коэффициентов будет равна 1 (при выражении весов в процентах – 100), однако те рыночные мультипликаторы, которые в отношении отдельно взятой организации признаны более существенными, будут иметь большие веса (и, соответственно, наоборот).

В частности, использование подобных экспертных корректировок может быть необходимо при оценке стоимости коммерческих организаций, функционирующих в течение непродолжительного периода времени и при этом активно осуществляющих инвестиции (например, коммерческая организация может инвестировать в расширение производственных мощностей). Как правило, подобные организации являются убыточными, что предполагает

более низкую значимость мультипликатора  $\frac{P_I}{E}$ , однако характеризуются положительной динамикой чистых активов и ростом выручки (более высокая значимость мультипликаторов  $\frac{P_I}{BV}$  и  $\frac{P_I}{S}$ ). Кроме того, некоторые виды бизнеса в принципе предполагают небольшой объем чистых активов (эта особенность характерна для многих коммерческих организаций, работающих в сфере услуг и при этом арендующих помещения) или выручки (характерно для ряда специализированных управляющих коммерческих организаций).

### Заключение

Таким образом, подводя итог сказанному выше, в рамках стратегического контроллинга в коммерческих организациях автор считает важным не столько систематизацию и классификацию инструментов контроллинга по какому-либо признаку, сколько возможность их обоснованного выбора в зависимости от уровня и сущности решаемых задач контроллинга.

Сбалансированная система показателей подразумевает их целевой отбор и базирование на использовании метода рыночных мультипликаторов, позволяющих *дать наиболее точную* оценку стоимости коммерческих организаций

### Список литературы

1. Зайцев Е. В. Контроллинг : как использовать возможности системы сбалансированных показателей (BSC) для построения эффективной системы контроля. URL: [http://www.acgroup.ru/shared/zaytsev/controlling\\_with\\_balanced\\_scorecard/](http://www.acgroup.ru/shared/zaytsev/controlling_with_balanced_scorecard/) (дата обращения: 18.06.2013).
2. Гершун А., Нефедьева Ю. Сбалансированная система показателей. URL: [http://gaap.ru/articles/sbalansirovannaya\\_sistema\\_pokazateley/](http://gaap.ru/articles/sbalansirovannaya_sistema_pokazateley/) (дата обращения: 17.06.2013).
3. Чиркова Е. В. Как оценить бизнес по аналогии : пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов. 2-е изд., испр. и доп. М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. 224 с.

### Role Market Multiples in Balanced Scorecard Strategic Controlling

#### L. B. Pchelintseva

Saratov Institute (branch) of the Russian State Trade and Economic University,  
24, Mezhdunarodnaya, Saratov, 410065, Russia  
E-mail: Pchelud@yandex.ru

**Introduction.** Controlling system in commercial organizations involves the use of their own, often quite complex tools. Hence the relevance of the question is obvious modifications and optimization of existing tools controlling. An important question that inevitably arise in determining the overall components of a balanced scorecard is the formation of a set of indicators used. Set of indicators to



be included in the balanced system involves the use of market multiples. **Theoretical analysis.** The technique of the target selection of indicators, thus as a universal target, applicable with respect to any commercial organizations are encouraged to use the cost of the business entity and its rate of growth. A positive value of the cost of a commercial organization as an indicator – the first objective, while providing a positive rate of its growth – as an indicator to achieve the second goal. Given the limited applicability of natural multipliers, the author believes that the components within the overall balanced scorecard strategic controlling in commercial organizations is advisable to restrict the use of only financial multiples. For these purposes, may use multipliers indicative market value. All market multiples can be calculated for any commercial organizations, reflecting the capital intensity of their businesses (through the value of the assets), sales volume (in revenue) and performance as a whole (through net income). **Conclusion.** Balanced Scorecard, target implies the selection of indicators and is based on the use of market multiples method yielding the more accurate estimate of the cost of commercial organizations.

**Key words:** tools of strategic controlling, market multiples, target selection of indicators in a balanced system.

## References

1. Zaitsev E. V. *Kontrolling: kak ispol'zovat' vozmozhnosti sistemy sbalansirovannykh pokazatelei (BSC) dlia postroeniia effektivnoi sistemy kontroliia* (Kontrolling: how to use the balanced scorecard (BSC) to build an effective system of control). Available at: [http://www.acgroup.ru/shared/zaytsev/controling\\_with\\_balanced\\_scorecard/](http://www.acgroup.ru/shared/zaytsev/controling_with_balanced_scorecard/) (accessed 18 June 2013).
2. Gershun A., Nefedieva Yu. *Sbalansirovannaia sistema pokazatelei* (Balanced Scorecard). Available at: [http://gaap.ru/articles/sbalansirovannaya\\_sistema\\_pokazateley/](http://gaap.ru/articles/sbalansirovannaya_sistema_pokazateley/) (accessed 17 June 2013).
3. Chirkova E. V. *Kak otsenit 'biznes po analogii: Posobie po ispol'zovaniiu sravnitel'nykh rynochnykh koefitsientov. 2-e izd., Ispr. i dop.* [How to evaluate business analogy: A Manual on the use of comparative market multiples], 2nd ed., rev. and add.]. Moscow, Alpina Business Books, 2009. 224 p. (in Russian).