

УДК 108

5.2.6. Менеджмент (экономические науки)

**Айнетдинов Дамир Тимурович**

студент Московского финансово-промышленного  
университета «СИНЕРГИЯ»

Научный руководитель д.э.н., профессор, доцент

**Зайцев Алексей Геннадьевич**

## **ПРЕИМУЩЕСТВА МЕТОДА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА**

**Аннотация:** Попытки предпринимателей удержаться в нестабильных условиях экономики вынудили их идти на риски, искать новые решения. В результате с ростом стоимости бизнеса возникла острая необходимость усовершенствования методов управления. Это потребовало изучить и перенять опыт зарубежных компаний. Пересмотреть стратегию, тактику и само производство, а главное изменить мышление.

**Ключевые слова:** Стоимость бизнеса, концепция управления, стратегия, тактика, цели, система вознаграждения, настрой, мышление.

Конкурентоспособность и привлекательность отечественных компаний в долгосрочной перспективе определяется приростом стоимости бизнеса и системой управления, обеспечивающей достижение этих целей. Нестабильность экономики и геополитической среды, вынуждают компании с целью выживания искать новые подходы, идти на риски, ускорения технологических процессов путем внедрения инновационных решений. Все это отражается на стоимости компании, обуславливая необходимость совершенствования управленческих механизмов, способствующих приросту бизнеса. При таких обстоятельствах необходим

постоянный контроль за результатами деятельности компании и оценка эффективности использования финансовых ресурсов.

Основной идеей концепции управления бизнесом на основе ее стоимости является то, что целью такого управления становится увеличение ценности компании для акционеров, инвесторов, стейкхолдеров и других заинтересованных лиц, что безусловно способствует сплоченности коллектива, так необходимого для успешности наших компаний.

Данный стоимостной метод управления бизнесом в России только начинает развиваться. Его актуальность состоит в том, что он позволяет на основе управления стоимостью выработать качественную систему принятия управленческих решений и своевременно получить конкурентные преимущества путем решения текущих задач с учетом будущих возможностей компании.

Известная концепция управления стоимостью компании (Value-Based Management, VBM) [1], которая является системой оценки результатов деятельности на основе стоимости. Такой показатель обуславливает возможность определения механизмов воздействия на управление компанией. Цель - максимизация рыночной стоимости компании. Стоимость же предприятия определяется ее дисконтированными будущими свободными денежными потоками. Принципиальное отличие данной концепции управления от классической заключается в ориентации на стоимость предприятия, а не на текущую прибыль. Согласно концепции VBM, система классических бухгалтерских критериев оценки деятельности компании считаются неэффективными в результате следующих ограничений:

- ориентация на прошлое, а не на будущее;
- невозможность оценки устойчивости финансовых результатов;
- не показывают состояние стоимости предприятия (рост, стабильность, упадок).

В соответствии с концепцией управления стоимостью компании управленческие решения должны способствовать усилению и устойчивому развитию текущей бизнес-модели [2]. Существует прямая взаимосвязь между

стоимостью компании и ее бизнес-моделью, так как от последней напрямую зависит какими будут будущие свободные денежные потоки компании.

Выделяются два основных источника формирования стоимости бизнеса:

- доход от текущей деятельности;
- доход от продажи входящих в его состав активов.

В соответствии с этим первый вид дохода отражает стоимость действующего предприятия, а второй - стоимость, рассчитываемая по его активам.

Согласно оценке рыночной стоимости предприятия методом дисконтированных денежных потоков, стоимость предприятия складывается из дисконтированных прогнозируемых свободных денежных потоков и приведенной остаточной стоимости бизнеса. Остаточная стоимость бизнеса, как правило, составляет 50% и более текущей стоимости предприятия. Таким образом, «управление стоимостью – это управление будущим»[3].

Чтобы акционеры и менеджмент компании понимали, какой дополнительной стоимости можно ждать от внедрения системы управления стоимостью компании, можно воспользоваться гексаграммой структурной перестройки, разработанной компанией МакКинзи (Коупленд, Коллер и Муррин, 2008), приведенной в статье Вашакмадзе Теймураза [4].

Гексаграмма позволяет методом сопоставления определить эффективность рычагов создания стоимости: информационного обмена с инвесторами; внутренних улучшений; отъединения структурных подразделений; перспектив роста, включая сделки «слияния-поглощения»; финансового конструирования.

Разработчики этой гексаграммы считают необходимым для успешного создания и управления стоимостью акционерного капитала предпринять следующее:

- Дополнять и уточнять свои целевые установки конкретными показателями, увязанными с созданием стоимости;
- Выработать метод управления своим бизнес-портфелем, направленным на максимизацию стоимости, и строго придерживаться его, не исключая при необходимости проведение реструктивизации организации;

- Добиться, чтобы организационная структура компании и ее корпоративная культура соответствовали требованиям создания стоимости;
- Глубоко изучить ключевые факторы создания стоимости, характерные для каждого бизнес-подразделения;
- Наладить эффективное управление своими бизнес-подразделениями, установив для них специфические целевые индикаторы и строго контролируя результаты их деятельности;
- Используя научный и творческий подход, найти способы создания у менеджеров и рядовых работников мотивации к созданию стоимости (нужно перенимать положительный опыт компаньонов, конкурентов, использовать как материальное вознаграждение, так и другие формы поощрения. Можно попробовать реанимировать «Победитель соревнования», «Отличник производства», «Лучший менеджер»).

Этот пункт очень важный. Труд без всякой мотивации обречен на снижение производительности и энтузиазма. Поэтому менеджмент применительно к каждому отдельному сотруднику должен иметь свой «пряник», постоянно повышающий его планку. Одновременно с этим повышается планка и самого менеджера, итак по восходящей.

Необходимо чтобы каждый линейный менеджер понимал, как показатель, по которому измеряется его отдача, влияет на итоговый показатель стоимости фирмы.

Упомянутые ранее те же разработчики в книге [3] уделяют большое внимание на создание стоимостного мышления как проблему для организации успешного процесса управления стоимостью фирмы. Авторы выделяют шесть компонентов, на которых организация должна сосредоточить особое внимание:

1. Создание целевых установок и их индикаторов.
2. Управление финансовой деятельностью.
3. Разработка организационной структуры.
4. Определение факторов (драйверов) создания стоимости.
5. Управление эффективностью деятельности компании.
6. Управление эффективностью работы персонала.

Некоторые авторы [4] считают, что процесс создания стоимости 1 непрерывный динамичный, цикл которого включает также системы оценки результатов деятельности 2 и вознаграждения 3. При этом процесс создания стоимости 1 представлен в виде идентификации возможностей, стратегического планирования и операционной деятельности. Система оценки результатов деятельности 2 - в виде интегрального и однопериодного показателей и нефинансовых показателей, а система вознаграждения 3 - в виде базового уровня платы, поощрительных и отложенных выплат.

Основные современные теоретические концепции стоимости представляют системный подход к управлению, когда все усилия нацелены на достижение единой цели – максимизации стоимости компании. Основными частями стоимостного подхода являются стратегия, тактика и технология. Стратегия делает управление осознанным и является ориентиром развития бизнеса. Тактика вырабатывается путем оценки альтернативных решений и выбора их наиболее соответствующего принятой стратегии. Технологии определяют эффективность реализации и достижение поставленных целей. Стержнем стоимостного подхода выступает идеология (стратегия). Базовой стратегией является обеспечение максимизации стоимости компании как главной цели существования любого бизнеса и твердая убежденность, по крайней мере, топменеджеров в возможности управления процессом ее создания. Руководители всех без исключения бизнес-единиц должны понимать, что их первоочередная задача – разработка и реализация стратегий, дающих максимально возможный вклад в рост стоимости корпорации. Тактика служит выработке управленческих решений, обеспечивая всеобщее понимание фундаментальной взаимосвязи между стратегией, технологиями и финансовыми результатами компании. Усилия менеджеров должны быть нацелены на поиск альтернативных решений, позволяющих эффективно преодолевать внешние силы конкуренции и внутреннее противодействие, связанное с устоявшимися ранее стереотипами сложившейся корпоративной культуры и косностью. Благодаря им появляется прозрачность деятельности компании. Становятся очевидными многие вопросы: как и где создается стоимость, а где

теряется, как работают отдельные звенья единой цепочки. Производственные технологии выступают важнейшим условием достижения высоких результатов, требующих от менеджеров слаженности действий. .

Для разработки эффективной мотивационной системы, которая будет нацелена на создание стоимости, необходимо чтобы каждый линейный менеджер понимал, как показатель, по которому измеряется его отдача, влияет на итоговый показатель стоимости фирмы.

Для менеджмента возможность управления стоимостью и назначения показателя эффективности для персонала необходим стоимостной показатель. Условно показатели стоимости можно разделить на 2 уровня. Показатели первого уровня рассчитываются на рыночной базе и показывают есть или нет приращение стоимости за анализируемый период. Они используются только для публичных компаний. К таким показателям относятся: общая акционерная рентабельность (TSR, total shareholder return) и рыночная добавленная стоимость (MVA, market value added). Показатели второго уровня в отличие от первых рассчитываются на базе балансовой стоимости и/или денежных потоков. К таким показателям относятся: остаточная прибыль (RI, residual income), экономическая добавленная стоимость (EVA, economic value added), добавленная акционерная стоимость (SVA, shareholder value added) и денежная добавленная стоимость (CVA, cash value added).

### **Общая акционерная рентабельность (TSR)**

Показатель TSR показывает доходность, которую получает акционер компании за все время владения акциями, если он реинвестирует полученные дивиденды. Показатель может также рассчитываться за определенный период.

### **Рыночная добавленная стоимость (MVA)**

Показатель MVA рассчитывается как разница между рыночной капитализацией и балансовой стоимостью собственного капитала или как разница стоимости предприятия (рыночная капитализация + чистый долг) и инвестированным капиталом (балансовое значение собственного капитала + балансовое значение заемного капитала).

Рыночная балансовая стоимость может быть рассчитана используя показатели прибыли (RI) и экономической добавленной стоимости (EVA). Используемые формулы для расчета стоимостей и других показателей широко известны [5] и поэтому здесь и далее не приводятся.

Даже для публичных компаний опираться в чистом виде на показатели TSR и MVA в целях управления стоимостью для оперативного контроля представляется невозможным, из-за того что курс акций в краткосрочном периоде не всегда совпадает с фундаментальной (внутренней) стоимостью. Пол Ли в своей работе «инвесторы и долгосрочная стоимость для акционеров» приводит 4 причины, почему рыночная капитализация не всегда отражает внутреннюю стоимость компании (Блэк, 2009)[6].

1. Наличие на рынке краткосрочных инвесторов. Краткосрочные инвесторы более активны и имеют большее влияние на ежедневное колебание курса акций.

2. «Агенты, действующие от лица долгосрочных инвесторов, могут не работать на те долгосрочные перспективы, которые были бы выгодны их клиентам» (Блэк, 2009). Пенсионные фонды нацелены на долгосрочный период инвестирования, однако работа управляющих и их вознаграждение привязаны на квартальные и полугодовые показатели. Таким образом, менеджерам трудно думать о долгосрочной стоимости.

3. Не все долгосрочные инвесторы одинаковы. Ли приводит исследование Ш. Зара из Университета штата Джорджия. Исследования показывают, что компании, где акционеры больше сопротивляются давлению со стороны компаний, более эффективны.

4. Большинство институциональных инвесторов имеют строгие правила при инвестировании. Они ориентируются на размер компании, местонахождение, включенности в тот или иной индекс, принадлежности к отрасли и пр.

Поэтому вполне возможна ситуация, когда компания за определенный период создает стоимость, показывая положительную экономическую прибыль (RI или EVA), а рыночная капитализация снижается, за тот же период показывает снижение стоимости. TSR и EVA могут использоваться в системе управления

стоимостью, но только как стратегические показатели стоимости на горизонте от 5 лет.

Показатели TSR и EVA обладают следующими недостатками:

- не позволяют оценивать эффективность принятия решений;
- затруднительно использовать как мотивационный критерий для менеджмента.

### **Остаточная прибыль (RI)**

Модель остаточной прибыли является первой моделью, которая была разработана еще в 60-х годах 20-го века. Иногда ее еще называют модель EVO, так как значительный вклад в разработку модели внесли Эдвардс, Белл и Олсон [7], хотя Волков (2005) в своей работе предлагает название EВОР, так как Пинмен (Pennman) внес огромный вклад в доказательство значимости и популяризацию данной модели.

Остаточная прибыль рассчитывается как разница между чистой прибылью (NI) и суммой расходов на обслуживание собственного капитала (BVE) или как разница между рентабельностью собственного капитала (ROE) и стоимостью собственного капитала (Re), умноженная на балансовое значение собственного капитала (BVE).

$$RI = NI - BVE * Re = ( ROE - Re ) * BE$$

Положительная величина RI показывает, что менеджмент компании за анализируемый период прирастил стоимость для акционеров, а отрицательная величина свидетельствует о разрушении стоимости.

### **Экономическая добавленная стоимость (EVA).**

Модель была разработана в 1991 году американской консультационной фирмой Стерн Стюарт (Stewart. 1991). Показатель EVA соединяет бухгалтерскую отчетность компании и требования стоимостной концепции управления, что определяет его роль в практике финансового управления.

Экономическая добавленная стоимость или экономическая прибыль рассчитывается как разница между чистой операционной прибылью после налогообложения (NOPAT) и суммой расходов на обслуживание капитала

компании ( $IC * WACC$ ), или как разница между рентабельностью инвестированного капитала ( $ROIC$ ) и средневзвешенной стоимостью капитала ( $WACC$ ), умноженная на инвестированный капитал ( $IC$ ).

$$EVA = N \text{ NOPAT} - IC * WACC = (ROIC - WACC) * IC$$

Положительная величина  $EVA$  показывает, что менеджмент компании за анализируемый период прирастил стоимость для акционеров, а отрицательная величина свидетельствует о разрушении стоимости.

Из формулы видно, что максимизация экономической добавленной стоимости и тем самым стоимости фирмы возможна за счет максимизации рентабельности инвестированного капитала (повышение эффективности бизнеса), минимизации средневзвешенной стоимости капитала (снижение рисков бизнеса и тем самым снижение требуемой доходности со стороны инвесторов) и максимизации инвестированного капитала (масштабируемость бизнеса).

Чистый денежный поток рассчитывается как разница между чистой операционной прибылью после налогов ( $NOPAT$ ) и величиной приростных инвестиций ( $\Delta I$ ) во внеоборотные активы и рабочий капитал. Величина приростных инвестиций рассчитывается как произведение прироста чистой операционной прибыли после налогов за период на норму приростных инвестиций во внеоборотные активы и рабочий капитал (доля от  $NOPAT$ ).

Остаточная стоимость рассчитывается как  $NOPAT$ , деленная на средневзвешенную стоимость капитала ( $WACC$ ).

### **Драйверы (факторы) стоимости**

Переход к системе управления стоимостью компании требует определения драйверов (факторов) стоимости. Драйверы стоимости в рамках системы управления стоимостью используются как для установления целевых индикаторов, так и для оценки результатов работы.

Для правильного определения факторов создания стоимости Коупленд, Коллер и Муррин (2008) предлагают руководствоваться тремя принципами:

1. Драйверы стоимости должны быть привязаны к созданию стоимости и доведены до всех уровней организации.

2. Факторы создания стоимости следует устанавливать в качестве целевых индикаторов и измерять, используя как финансовые, так и операционные показатели эффективности.

3. Драйверы стоимости должны отображать как достигнутый на данный момент уровень эффективности, так и долгосрочные перспективы роста.

Для определения драйверов стоимости используется метод факторного анализа [8]. На рисунке представлен двенадцати факторный анализ ROE.

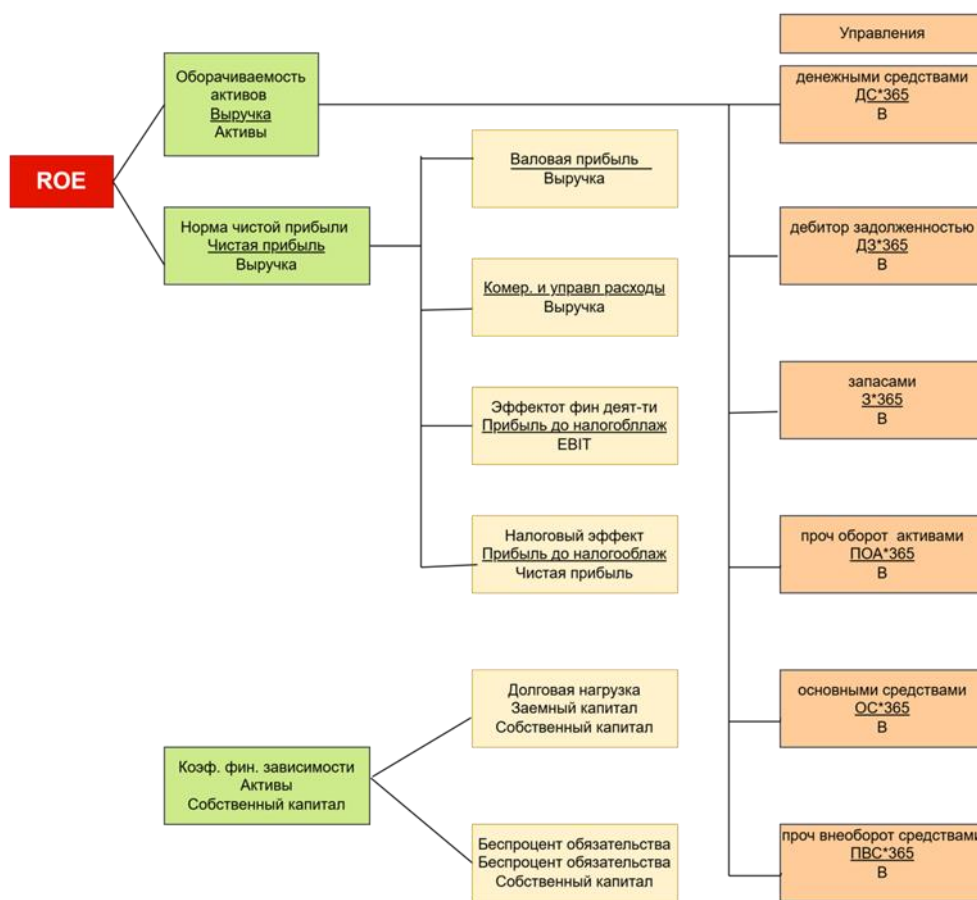


Рисунок. Факторный анализ ROE

После того как драйверы стоимости будут определены, стратегию предприятия необходимо перевести на показатели, где должны быть установлены месячные, квартальные, годовые и пятилетние целевые индикаторы.

Для контроля за результатами деятельности предлагается использовать оценочную ведомость, где отражаются все показатели эффективности, выявленные посредством анализа драйверов стоимости.

Таким образом, максимизация стоимости – это непрерывный и возобновляющийся цикл стратегических и оперативных решений. Звено, замыкающее цикл создания стоимости – это система взаимосвязанных показателей и нормативов, по которым оценивается успешность достижения поставленных целей и определяется вклад каждого работника в общий успех компании. Принципиальным в многоэтапной системе стоимостной мотивации является ориентация на экономический результат, когда текущие и отложенные бонусные выплаты, пакеты акций и другие вознаграждения создают оптимальный баланс между долгосрочными и краткосрочными целями и результатами. В тоже время, это – полная свобода принятия решений на каждом уровне управления, профессионально учитывающая риски и выгоды – как персональные, так и для компании в целом. Наиболее важным достижением для компании является присутствие "стоимостного мышления" внутри организации, когда сотрудники на всех уровнях иерархической структуры мотивированы к поиску возможностей создания стоимости и целеустремленному движению в выбранном направлении.

### **Список литературы.**

1. Мартин ДЖ.Д.,Петти ДЖ.В. VBM-управление, основанное на стоимости. Днепропетровск. Баланс. Букс. 2006.
2. Оценка стоимости бизнеса : учебное пособие / В. Н. Жигалова. — Томск : Эль Контент, 2013. — 216 с. с. 21-27.
3. Коупленд Т, Колеер Т, Муррин Дж Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 1999.
4. Ибрагимов Рауф. Управление по стоимости как система менеджмента. // Портал «Корпоративный менеджмент».

5. Управление стоимостью бизнеса: учеб.-метод. пособие по изучению дисциплины для студентов напр. подгот. 38.03.02 Менеджмент / А. Г. Харин. – Калининград: ФГБОУ ВО «КГТУ», 2022. - 80 с.

6. Блэк Э. (под ред.). Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании. Олимп-Бизнес, 2009.

7.«Оценка бизнеса и управление стоимостью компании». Учебно-методическое пособие для студентов направления подготовки 38.03.02 Менеджмент / О.В. Любова – Набережные Челны: Издательско-полиграфический центр НЧИ К(П)ФУ, 2019. – 59 с. 41-44, 50-56

8. Ohlson J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. Contemporary Accounting Research 11 (2): 661–687.

Айнетдинов Дамир

Тимурович