

## ПОТАПОВ Андрей Викторович

Доцент кафедры корпоративной экономики,  
управления и оценки бизнеса

Уральский государственный экономический университет  
620144, РФ, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной Воли, 62/45  
Контактный телефон: (343) 251-96-78  
e-mail: icge@usue.ru



### Роль стоимостного подхода в корпоративном управлении для оценки эффективности деятельности российских компаний

**Ключевые слова:** управление; целевая функция; концепция VBM (Value Based Management); ценностно-ориентированный менеджмент; оценка бизнеса; стоимостное мышление; стратегия; затраты на капитал; экономическая прибыль.

Представлены подходы и методы, уточняющие и дополняющие управленческую концепцию VBM с учетом российской управленческой практики и существующего этапа экономического развития. Выделены и дополнены факторы и модели, влияющие на такую целевую функцию организации, как максимизация стоимости. Обосновывается положение о необходимости дальнейшей углубленной проработки комплексного влияния финансовых и нефинансовых факторов в концепции VBM.

**В** условиях глобализации и на нестабильном этапе развития экономики в целом руководители и собственники компаний уделяют все больше времени и внимания вопросам эффективного управления своими компаниями.

Цель корпоративного управления – увеличение благосостояния акционеров, а увеличение стоимости компании является одним из основных показателей эффективности работы ее менеджмента.

Стоимость компании, в свою очередь, определяется дисконтированным денежным потоком. В зависимости от текущего состояния бизнеса на денежный поток оказывают влияние следующие внутренние факторы создания стоимости: рост компании (ее дохода и прибыли); рентабельность инвестированного капитала; его средневзвешенная стоимость; период времени (продолжительность), в течение которого компания растет (период устойчивого роста).

Первый показатель (рост) выразим через

$$\text{ТРП} = \left( \frac{\text{ДТГ}}{\text{ДПГ}} - 1 \right) \times 100,$$

где ТРП – темп роста продаж (год); ДТГ, ДПГ – чистый объем продаж или доход за текущий и за предыдущий год соответственно.

Второй показатель (прибыльность) выразим через коэффициент рентабельности инвестированного капитала (Return On Invested Capital, ROIC – **возврат на инвестированный капитал**) – отношение чистой операционной прибыли компании к среднегодовой сумме суммарного инвестированного капитала:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Инвестированный капитал}} \times 100\%.$$

Третий показатель, известный как WACC, выражается формулой

$$WACC = Ks \times Ws + Kd \times Wd \times (1 - T),$$

где  $Ks$  – стоимость собственного капитала, %;  $Ws$  – доля собственного капитала (по балансу), %;  $Kd$  – стоимость заемного капитала, %;  $Wd$  – доля заемного капитала (по балансу), %;  $T$  – ставка налога на прибыль, %.

Добиваясь эффективного управления компанией, менеджмент должен стремиться одновременно и к прибыльности, и к росту при снижающемся значении WACC.

При этом анализ рентабельности инвестированного капитала и роста вместе со структурой и стоимостью капитала помогают менеджерам и собственникам понять, как эти факторы стоимости могут влиять на денежный поток, а значит и на стоимость компании от текущего состояния бизнеса. В работе Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина «Стоимость компаний: оценка и управление» показано, как меняется стоимость компании при разных сочетаниях прогнозируемых темпов роста и рентабельности инвестированного капитала при неизменном третьем показателе – средневзвешенной стоимости капитала. Как можно увидеть из таблицы, приводимой в работе указанных выше авторов, конкретное значение стоимости является собой продукт определенного, отличного от других сочетания темпов роста и рентабельности, при этом необходимо заметить, что получаемые значения могут быть как положительными, так и отрицательными. Поскольку никакая компания, ни в одной стране не в состоянии бесконечно увеличивать оба параметра, подобная таблица помогает менеджерам устанавливать для своих фирм осмысленные долгосрочные нормативы улучшения результатов деятельности, учитывая оба показателя, т. е. искать те их пропорции, которые позволяют расти стоимости компании на данном этапе ее развития.

**Влияние рентабельности инвестированного капитала и роста на стоимость компании**

Дисконтированный денежный поток при годовом росте операционной прибыли, %	ROIC, %				
	7,5	10,5	12,5	15,0	20,0
3	887	1 000	1 058	1 113	1 170
6	708	1 000	1 117	1 295	1 442
9	410	1 000	1 354	1 591	1 886
	◀ Разрушение стоимости	▲ Нейтральное состояние	▶ Создание стоимости		

*Примечание.* Предпосылки: исходная NOPLAT = 100 дол., WACC = 10%, по истечении 25 лет ROIC = WACC.

Далее авторы делают значимые для менеджеров выводы: когда компания уже достигла высокой рентабельности инвестированного капитала она создает больше стоимости, если ускоряет свой рост, нежели продолжая повышать рентабельность, а при варианте развития бизнеса, когда прибыль не покрывает затраты на капитал, компания не способна создавать стоимость за счет роста, если не поднимет рентабельность выше затрат на капитал. В такой ситуации, как видно из таблицы, дальнейший рост при неизменном уровне ROIC фактически разрушает стоимость.

Отсюда вытекает значимое предостережение менеджменту компаний: одностороннее внимание к одному из показателей приводит к разбалансированности в развитии компании – потере темпов в долгосрочной перспективе или сиюминутному выжиманию всех соков из бизнеса. Конкретизируем вышесказанное: рост создает стоимость только тогда, когда стратегия роста ведет к превышению роста стоимости над ростом

инвестированного капитала, при этом учитываем стоимость привлечения капитала. В рамках финансовых факторов стоимости (рассмотрены в более ранних публикациях автора) темп роста – это скорость увеличения, например, выручки от продаж: *коэффициент рентабельности продаж* фиксирует выручку от реализации продукции, которая зависит от сложившейся политики цен и положения фирмы на рынке, что через показатель прибыли может влиять на рентабельность инвестированного капитала. Другой финансовый коэффициент, необходимый нам для анализа прибыльности и роста и дальнейшей декомпозиции факторов стоимости на составляющие по уровням, *оборачиваемость активов* демонстрирует в агрегированной форме эффективность компании, поскольку отвечает на вопрос о том, сколько раз в течение хозяйственного года все активы (включая долгосрочные) способны создавать годовой оборот фирмы (выручку). Данный коэффициент отражает практику управления инвестированным капиталом, который мы и раскладываем на составляющие при анализе его влияния на стоимость [1; 2]. При декомпозиции темп устойчивого роста – это единственно возможная скорость увеличения продаж при рассмотренных выше коэффициентах, а также при учете *коэффициента финансового рычага, который описывает принципы привлечения капитала и нормы накопления или реинвестирования* (в этом случае темп устойчивого развития зависит от четырех коэффициентов).

$$g = \frac{\text{Операционная политика}}{\text{PM}} \times \frac{\text{AT}}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Политика финансирования}}{\text{FL}} \times \frac{\text{R}}{\text{Чистая прибыль}} ;$$

$$g = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} \times \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}} \times \frac{1 - \text{Дивиденды}}{\text{Чистая прибыль}}$$

$$g = \text{ROA} \times \text{FL} \times \text{R};$$

$$g = \text{PM} \times \text{AT} \times \text{AT} \times \text{R} = \text{ROE} \times \text{R},$$

где PM (Profit Margin) – рентабельность продаж; AT (Asset Turnover) – оборачиваемость активов; FL (Financial Leverage) – **финансовый рычаг**; R (**Retention Rate**) – **норма накопления**; ROA (Return on Assets) – доходность совокупного капитала; ROE (Return on Equity) – доходность собственного капитала.

Если темп развития компании становится иным, какой-то из коэффициентов должен измениться.

Как показывают исследования взаимосвязи прибыльности и роста, между ними существуют очень напряженные отношения [3]. В практике ведения бизнеса попытка обеспечить рост может помешать достижению другой цели – прибыльности, и наоборот. По полученным данным [3], более 40% западных компаний, которым удалось достичь устойчивой прибыльности или роста, не смогли достичь второй цели.

Сложные отношения между указанными двумя факторами графически представлены на рис. 1.

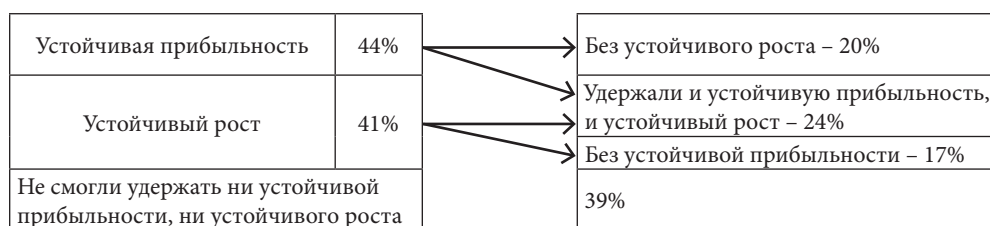


Рис. 1. Взаимоотношения факторов прибыльности и роста

Попытки достижения одной цели из двух (прибыльности или роста) значительно усложняют задачи компании по выстраиванию баланса между ними: рост направлен на поиск новых возможностей и компетенций, т. е. смену текущей стратегии развития и привлечение персонала с новыми компетенциями, а прибыльность возникает за счет использования имеющихся в настоящий момент у компании возможностей и компетенций [3].

Принимая стоимость компании за интегральный показатель эффективной деятельности и ее целевую установку, необходимо выявить факторы стоимости, отражающие системные связи элементов бизнеса на разном уровне с процессом создания стоимости. Для этого необходимо как комплексно управлять всеми видами деятельности компании (операционной, инвестиционной и финансовой) – внутренние факторы создания стоимости, так и контролировать внешние факторы, влияющие на создание (или разрушение) стоимости.

Выявление внутренних и внешних факторов, влияющих на увеличение благосостояния акционеров в рамках целевой установки корпоративного управления, подводит нас к рассмотрению стейкхолдерской модели, т. е. к учету множественности интересов, порой разнонаправленных, при ведении бизнеса. Концепция управления на основе стоимости для всех стейкхолдеров (Stakeholder-Value-Added – STVA) в качестве главного целевого ориентира управления компанией рассматривает создание стоимости не только для акционеров, но и для всех ключевых заинтересованных групп (рис. 2).

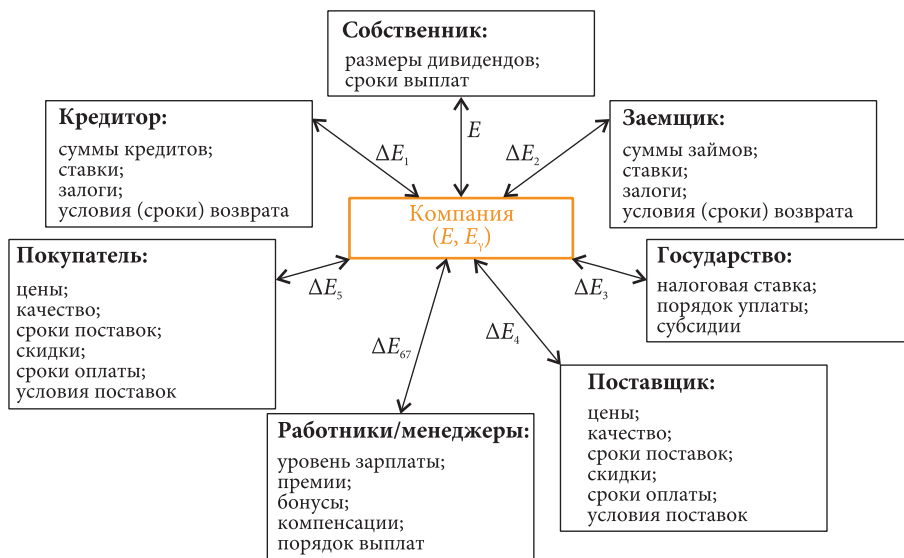


Рис. 2. Стейкхолдеры компании (по И. Егереву)

Анализ и учет множественности интересов в стейкхолдерской модели стоимостного подхода заставляет выстраивать сложную систему баланса интересов. Стоит остановиться на российских особенностях трактовки компании или предприятия как ключевого звена социально-экономической реальности. По определению Г.Б. Клейнера, эти два вида хозяйствующих субъектов – целостная многофункциональная система, одновременно производитель и потребитель разнообразных благ. При этом данный автор указывает, что узкое понимание предприятия сложилось в рамках неоклассической парадигмы (неоклассическая теория фирмы), широкое – в контексте системной парадигмы в экономике (системно-интеграционная теория предприятия) [4]. Известная теория «принципал – агент» описывает варианты взаимоотношений в несимметричных

(по объему прав и доступа к информации) парах типа «собственник – менеджер», «менеджер – заказчик», «заказчик – исполнитель» и т. п. Но вопрос гармоничной, сбалансированной организации работы компании или предприятия не сводится только к взаимоотношениям указанных выше пар в виде двух или более физических лиц. Тогда с позиции системного подхода компания и предприятие выступают как сложные целостные динамические системы и из проявлений системного принципа вытекает, что целое больше суммы его частей, на какие бы части ни делить систему. И здесь, по меткому выражению Г. Б. Клейнера, на экономическую арену в дополнение к четырем властным силам: собственники – менеджеры – персонал – специалисты, выходит пятый элемент – само предприятие или компания. В этом случае его целевая функция не отождествляется ни с собственниками, ни с менеджментом, ни с какой-либо иной группой участников. Это отдельный элемент делового сообщества, обладающий корпоративными правами и несущий корпоративную административную, социальную и экономическую ответственность [4. С. 19].

Отношения собственника и предприятия в российских условиях до сих пор остаются неурегулированными.

В этом случае стоимость компании как интегральный показатель эффективной деятельности помогает согласовывать разнонаправленные интересы.

Рассмотрим несколько групп заинтересованных лиц:

- собственник при стоимостном подходе получает механизм (систему) контроля менеджмента по ключевым показателям, влияющим на приращение стоимости компании – снижение «агентской проблемы», возможность отслеживать и заменять неэффективные ключевые показатели, при необходимости продать бизнес по цене, превышающей понесенные затраты с учетом инфляции;

- работники (менеджеры) получают ключевые показатели контроля их деятельности, направленные, так же как и у собственников, на приращение стоимости компании. Система мотивации увязана со стоимостными показателями (например, рентабельность инвестированного капитала, его средневзвешенная стоимость, увеличение производительности труда, повышение конкурентоспособности продукции и компании, устойчивый темп роста) как одними из ключевых показателей разного уровня, влияющих на стоимость компании;

- государство получает более информационно прозрачную компанию, так как эффективная система корпоративного управления повышает прозрачность компании, и более капитализированную, что позволяет получать постоянные платежи в бюджеты разных уровней;

- финансовые институты (банки) работают со стабильным заемщиком, понимающим необходимость заемных средств.

*Из всего вышесказанного вытекает сложная задача – построить сбалансированную или гармоничную систему управления стоимостью бизнеса, охватывающую внешние и внутренние факторы создания стоимости, первичные и вторичные факторы стоимости, финансовые и нефинансовые факторы.* Кроме этого для корпоративного сектора экономики важно учесть влияние на приращение стоимости компании модели корпоративного управления как отдельного фактора стоимости. Можно добавить, что и другие модули в рассматриваемой нами комплексной системе управления VBM способны самостоятельно и в совокупности с другими модулями и факторами вносить вклад в стоимость компании (рис. 3).

Таким образом, в методологии ценностно-ориентированного менеджмента или в управлении, нацеленном на создание стоимости, необходимо выявить факторы стоимости, произвести их классификацию, ранжирование и в дальнейшем их декомпозицию по уровням управления компании и ее функциональным подразделениям. Декомпозиция факторов позволяет просмотреть всю цепочку создания стоимости.

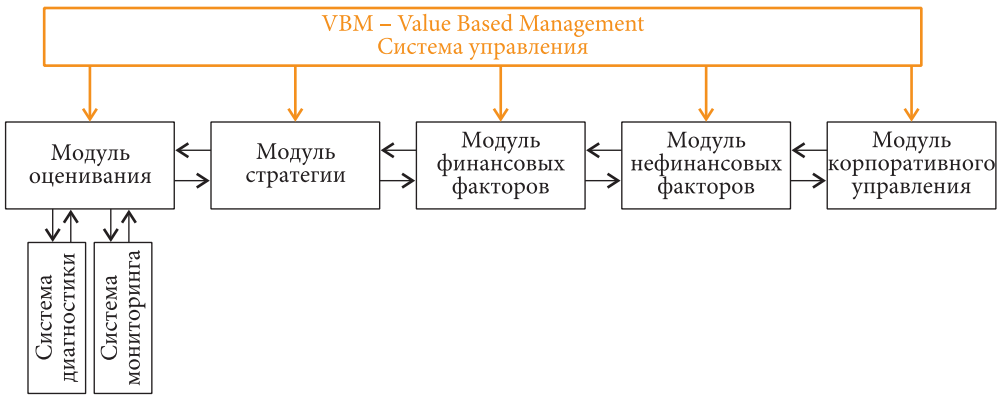


Рис. 3. Модули системы управления VBM

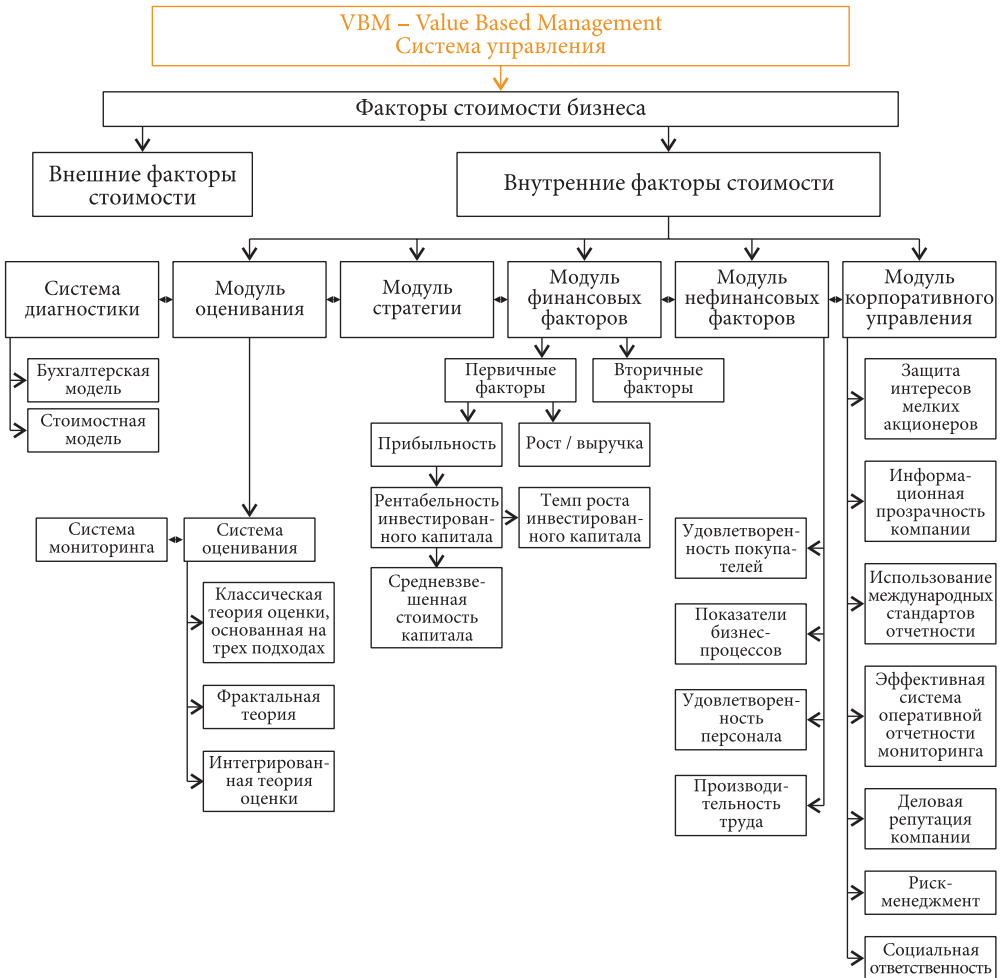


Рис. 4. Схема декомпозиции факторов стоимости в VBM<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Разработано автором.

Для декомпозиции факторов стоимости мы можем использовать вышеприведенную схему системы управления VBM, разложив ее на составляющие (рис. 4).

Нами ставится задача в дальнейших исследованиях изучить сбалансированность факторов стоимости, в том числе двух вышеприведенных факторов с другими, с последующей их декомпозицией у российских компаний на примере металлургического сектора Свердловской области, а также их влияние на стоимость компаний и разработать гармоничную систему управления стоимостью.

#### Источники

1. Ивашковская И. В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М. : ИНФРА-М, 2012.
2. Ивашковская И. Финансовые измерения качества роста // Управление компанией. 2006. № 9.
3. Чакраварти Б., Лоранж П. Прибыль или рост? Почему вам не нужно делать выбор. СПб. : BestBusinessBooks, 2012.
4. Клейнер Г. Б. Революционная ситуация в управлении российскими предприятиями // Управленческие науки. 2011. № 1.