

И.В. Ивашковская,
к.э.н., профессор,
заведующая кафедрой
экономики
и финансов фирмы
Государственного
университета —
Высшей школы
экономики

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ КАК ИННОВАЦИЯ

Управление стоимостью компании (value based management, VBM) основано на смене *парадигмы анализа* компании, переходе к современным финансовым концепциям и принципу экономической прибыли. Такая смена парадигмы необходима российским компаниям, находящимся в начале процессов становления современных подходов к финансовым решениям и к построению систем корпоративного управления, формирующих механизмы влияния советов директоров на стратегические процессы в компании, включая ключевые принципы ее финансовой политики.

Управление стоимостью необходимо рассматривать как разностороннюю инновацию [1]. На концептуальном уровне VBM представляет собой систему новых принципов финансового анализа, нацеленную на выявление *изменений в инвестиционной стоимости компании независимо от формы ее собственности (открытая и закрытая) путем оценки созданной за год экономической прибыли*. В ней наиболее полно воплощаются принципы современного финансового анализа, вытекающие из теории корпоративных финансов. В соответствии с ними анализ должен строиться в ракурсе трех финансовых измерений компании, которые свойственны ей на протяжении ее жизненного цикла: ликвидности, инвестиционного риска и инвестиционной стоимости. Как *аналитическая инновация* концепция VBM означает последовательное введение новых критериев оценки результата любой компании, действующей в конкурентной среде, соединяя все три измерения. Для определения результата созданные прибыли, рассчитанные традиционными бухгалтерскими способами, оцениваются через призму инвестиционных рисков, в сопоставлении с требуемой за риск доходностью или затратами на капитал компании (cost of capital). Оценка этой специфической ставки доходности, выполняющей роль барьерной планки, предполагает, что в процедуры финансового анализа вводятся новые аналитические алгоритмы и, значит, необходимая для него информационная база расширяется.

Опираясь на три финансовых измерения компании — ликвидность, риск и стоимость, — концепция управления стоимостью предлагает но-

вые финансовые показатели для выражения результатов, привязанные к инвестиционной стоимости капитала. Одни показатели фиксируют экономическую прибыль в абсолютном выражении, например, экономическая добавленная стоимость — EVA [15], добавленная стоимость потока денежных средств — CVA [5], добавленная стоимость акционерного капитала — SVA [12], экономическая прибыль — RI [13]. Другие показатели имеют форму относительных, например, спред доходности (spread), внутренняя норма доходности компании — CFROI [10]. Таким образом, как система финансового анализа концепция управления стоимостью включает инновации на уровне принципов и инструментов оценки результативности компании.

Логическим развитием обозначенных выше особенностей финансовой аналитики компании, свойственных VBM, становится анализ роста. В ракурсе современного, более продвинутого финансового анализа формируется новое видение роста компании, которое можно охарактеризовать как *многомерный рост* [1, 2]. Первой ее характеристикой является поворот анализа роста из области простого измерения через рост объемов продаж и бухгалтерской прибыли в область новых координат: продажи — инвестиционная стоимость компании. Качество роста связывается с созданием стоимости компании. В соответствии с принципами концепции управления стоимостью рост, который означает комбинацию темпа выручки и темпа роста стоимости компании выше, чем в среднем (по заданной выборке), считается *эталонным типом роста*. Иными словами, качественный рост основан на создании положительной экономической прибыли. Компании, обладающие иными комбинациями параметров роста продаж и экономической прибыли, относятся к более низким категориям роста. Такова логическая картина качества роста с точки зрения современного финансового анализа *в статике*. Но если учесть качество роста *в динамике*, то неизбежно приходим к выводу о том, что с точки зрения финансового эффекта рост не может быть монотонным и линейным. Рассмотренный на протяжении достаточно длительного периода — 5 или более лет, — на конкретной выборке компаний-конкурентов, он будет скорее похож на движение зигзагами: практически все компании перемещаются из одного в другой тип роста. Возникает серия проблем для исследования доминирующих типов роста, факторов, определяющих конкретный тип, тенденций изменения качественных характеристик роста, вклада отраслевой специфики и специфики самой компании.

Изучение таких зигзагов проводится сегодня в мире аналитическими агентствами. В качестве примера можно привести результаты исследования американской консалтинговой компании A.T. Kearny, в котором специалисты наблюдали рост 20 тыс. компаний Европы, Америки и Азии на

протяжении 12 лет в координатах выручка — капитализация. Большинство самых сильных с точки зрения качества роста компаний предпочли «простой» рост продаж фокусированию на росте бухгалтерской прибыли [11]. Анализ роста компаний в России в подобном ракурсе еще впереди.

Вторая новая характеристика роста — противоречие краткосрочного и долгосрочного измерений роста. Современный финансовый аналитик должен видеть вклад самого роста в стоимость компании. Для этого ему надо использовать оценку *стоимости самого роста*, точнее, возможностей роста (*value of growth opportunities, VGO*), вычлняя *компонент роста* из стоимости компании. Взгляд с точки зрения измерения «вклада роста» позволяет судить о результативности роста и оценивать его финансовую эффективность. Изучение принципов и методов оценки краткосрочного и долгосрочного компонентов «стоимости роста» — актуальная проблематика для современной корпоративной финансовой аналитики. Очевидно, что решения этой задачи связаны с одновременным развитием методологии дисконтируемого потока денежных средств и методологии реальных опционов. Разработка приемов оценки «стоимости роста» приведет к расширению инструментария современного финансового анализа и позволит предложить компактные, емкие модели. Применение инструментария оценки горизонтов стоимости роста, в свою очередь, расширит диапазон эмпирических исследований растущих компаний.

Наконец, в рамках концепции управления стоимостью по-новому ставится и проблема *устойчивости роста*. Принципиальный ракурс этой проблемы — устойчивость роста инвестиционной стоимости компании. Помимо «зигзагов» движения компании в координатах «выручка — стоимость» необходимо учитывать новые условия устойчивости роста. Ответы на вопросы об условиях финансовой эффективности роста концепция управления стоимостью «видит» в качестве отношений с заинтересованными лицами (*stakeholders*) компании. Финансовая модель анализа компании предполагает, что для полноценной оценки ситуации необходимо учитывать *мотивы* участников. Традиционный подход вычлняет отношения «агент—принципал». В соответствии с принципами корпоративных финансов, конфликт интересов по этой оси приводит к утрате части инвестиционной стоимости компании. Значит, современный анализ компании должен вводить приемы и технологии, позволяющие учитывать подобные конфликты. Однако проблема устойчивости роста глубже и в условиях так называемой новой экономики приобретает новые грани. Концепция управления стоимостью многими авторами воспринимается как концепция, нацеленная на долгосрочные интересы собственников компании (*shareholder's value, SHV*). Однако нерешенным остается вопрос: не противоречит ли эта концепция позициям остальных *заинтересованных лиц* (*stakeholders*)?

Существующие неоднозначные мнения можно разделить, на наш взгляд, на следующие типы. Первый — радикальный негативный — отвергает возможность отсутствия конфликта между интересами владельцев компании и остальных заинтересованных групп при внедрении концепции VBM. В соответствии с ней управление стоимостью компании противоречит требованиям остальных заинтересованных групп. Между тем в современном обществе необходимо достигать максимизации благосостояния всех заинтересованных групп, а не одной группы — владельцев бизнеса [8].

Второй тип — радикальный позитивный — совпадает с аргументацией сторонников *контрактной теории фирмы* и применительно к рассматриваемому вопросу его можно обобщить в виде следующей цепочки рассуждений. Все участники бизнеса имеют с организацией соответствующие их интересам контракты, в которых установлены требования к организации и адекватные уровни допустимого для каждого типа участников риска. Поэтому они не претендуют на дополнительную компенсацию, их требования к компании по сравнению с ее собственниками имеют приоритетный характер. Учитывая остаточный характер требований самого собственника и более высокий риск, на который ему приходится идти по сравнению с остальными заинтересованными группами, необходимо признать за ним право на дополнительную компенсацию после удовлетворения требований остальных заинтересованных групп. Поэтому фокус на стоимости акционерного капитала оправдан.

Третий тип — компромиссный — предполагает конструктивную интеграцию подхода с позиций заинтересованных лиц в концепцию управления стоимостью компании, и в его рамках есть ряд направлений. Сторонники теории *корпоративной социальной ответственности* (corporate social responsibility, CSR) выдвигают и тестируют гипотезу, в соответствии с которой качество отношений с заинтересованными группами — существенный фактор для объяснения ее финансовых результатов. Эмпирические исследования этой гипотезы подтверждают наличие значимой корреляции между параметрами, измеряющими качество социальной ответственности, и доходностью капитала [6, 14, 17]. Поэтому удовлетворение их требований — это неотъемлемая компетентность управленческой команды, без которой финансовый успех компании невозможен. Аналогичные выводы получают и сторонники *ресурсной теории фирмы*. Главный вывод заключается в том, что качество отношений с заинтересованными сторонами прямо связано со способностью организации получить ценные ресурсы и рассматривается как индикатор этой способности [16].

Обобщая позитивные взгляды на соотношение интересов акционеров и остальных заинтересованных групп компании, следует отметить

появление нового направления, которое может стать инструментом достижения компромисса между сторонниками и противниками VBM. Ряд академических специалистов выступил с инициативой разработки и продвижения принципа своего рода *всеобъемлющей стоимости бизнеса* (total value creation) [Svendsen, Boutilier, Abbott, Wheeler, 2001] [15]. В рамках такого рода разработок обсуждается модель оценки вклада отношений компании с заинтересованными группами в создание стоимости бизнеса (business value of stakeholder's relationships), способы оценки, системы отражения этой информации в корпоративных отчетах.

Концепция управления стоимостью компании, как и положено инновации, создает стимулы к более глубокому осмыслению устоявшихся концепций, и прежде всего *оценки* величины используемого (инвестированного) капитала, расширению традиционных границ этого понятия, обычно замыкающихся на характеристиках финансового капитала (заемного и собственного), и включению в орбиту анализа других частей капитала — интеллектуального (человеческого, клиентского, организационного). Существующие стандарты отражения капитала, включая международный стандарт финансовой отчетности, создают для финансового и стратегического аналитика проблему *занижения стоимости активов, капитала и прибыли*, поскольку упускают интеллектуальную составляющую капитала. Несмотря на все подвижки в области развития этих стандартов, вопрос остается открытым. Не имея возможности в рамках данной статьи подробно рассмотреть этот аспект, отметим, что применительно к «невидимому капиталу» концепция управления стоимостью предлагает определенные решения, направленные на фокусирование анализа на *стратегическом подходе* к капиталу.

Одновременно с аналитическими инновациями концепция управления стоимостью компании интересна и с точки зрения новых подходов к решению прикладных задач финансового менеджмента. Поскольку в центре VBM проблема достижения *долгосрочного роста инвестиционной стоимости*, она предлагает новые подходы к планированию деятельности компании, к разработке корпоративной стратегии и политик, включая финансовую политику, охватывающую инвестиции, их финансирование и распределение созданного результата. На прикладном уровне реализация этой концепции сегодня наиболее интересна в двух аспектах. Первый — оценка эффективности корпоративных стратегий, стратегического планирования инвестиционной стоимости, что означает использование инвестиционной стоимости капитала в обосновании решений о перспективных направлениях развития компании. Перевод стратегического планирования на «язык стоимости» компаний не может быть реализован без активного участия советов директоров, чья первостепенная задача заключается в обеспечении стратегического видения у команды ис-

полнителей. Философия такого перевода — за советами директоров, они же должны предложить алгоритмы перевода. Технология перевода разрабатывается менеджментом, и она будет требовать выбора подходящих финансовых моделей анализа стратегии, ее прямых и косвенных последствий. Поэтому второй прикладной аспект — разработка системы индикаторов для советов директоров, позволяющих делать стратегические оценки степени продвижения всей компании к целевым показателям экономической прибыли и инвестиционной стоимости и оценки вклада отдельных подразделений компаний, а также персонального вклада менеджеров. Перевод системы мотивации и вознаграждения персонала на язык приращения стоимости компании обеспечивает увязку систем вознаграждения прежде всего управленческого персонала с выбранными показателями экономической прибыли, адекватными конкретному уровню управленческой иерархии. Приоритетная роль советов директоров здесь неоспорима, поскольку их комитетам предстоит предложить новую концепцию оценки результативности ключевых управляющих. Выполнение этой задачи — за комитетами советов директоров. Наконец, в перечень актуальных прикладных разработок в области управления стоимостью необходимо включить создание *стратегической отчетности о стоимости* [2].

Концепция управления стоимостью как аналитическая и управленческая инновация позволяет создать подход и алгоритмы обсуждения стратегических решений, которые приводят к повышению их качества. Это связано с несколькими обстоятельствами. Прежде всего, в отличие от других подходов, эта концепция предлагает систему показателей и моделей анализа, интегрирующих разные, часто конфликтующие аспекты деятельности компании в единую технологию решения возникающих проблем. В инвестиционной стоимости объединены и финансовые, и нефинансовые стороны деятельности компании. Наличие такого интегрального показателя упрощает процедуры подбора и оценки данных, поскольку многочисленные грани деятельности и соответственно информация о них теперь объединены в одном процессе анализа факторов, влияющих на инвестиционную стоимость компании. Поэтому использование данной концепции помогает правильно организовать и сфокусировать аналитические усилия. Балансирование противоречащих параметров, встроенное в само явление стоимости компании, дает возможность не только более отчетливо сформулировать критерии принятия ключевых решений, но и осуществить наблюдение за их обсуждением, а затем и реализацией.

Управление стоимостью создает возможности для балансирования интересов менеджмента и собственника, примирения конфликтующих интересов мажоритарных и миноритарных собственников и может быть с успехом использовано в оценке деятельности самих советов директоров.

Отсутствие стиля мышления, сфокусированного на экономической прибыли и инвестиционной стоимости компании, создает дополнительный разрыв с современным миром управления и инвестиций, порождает недоверие инвесторов. Недоверие — это спутник повышенных рисков для инвесторов, что влечет за собой более высокие барьерные, пороговые ставки доходности, а они, в свою очередь, — более высокие затраты компании на привлекаемый для роста и развития капитал. Более того, без соответствующих изменений в финансовом мышлении и стратегических подходах построение правильной, точнее, эффективной системы корпоративного управления и процедур работы советов директоров вряд ли возможно. Отсутствие соответствующего стиля мышления в условиях глобализации резко снижает конкурентоспособность российских компаний и является серьезным барьером, сдерживающим экономический рост в стране.

Литература

1. *Ивашковская И.В.* Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4.
2. *Ивашковская И.В.* Новые информационные системы // Управление компанией. Издательский дом «Рынок ценных бумаг». 2006. № 8.
3. *Arnold G.* Tracing the Development of Value Based Management / В кн.: Arnold G., Davies M. (eds.) Value Based Management. Context and Application. Wiley&Sons Ltd, 2000.
4. *Berman S., Wicks A., Kotha S., Jones T.* Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Management Models and Firm Financial Performance // Academy of Management Journal. 1999. Vol. 42. N 5. P. 488—506.
5. Boston Consulting Group. Shareholder Value Metrics. Shareholder Value Management Series, Booklet. 1996. N 2.
6. *Collins J., Porras J.* Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies. London: Century: Random House, 1995.
7. *Cooper S.* Shareholder Wealth or Societal Welfare: A Stakeholder Perspective / Arnold G., Davies M. (eds.) Value Based Management. Context and Application. New York: Wiley&Sons Ltd, 2000.
8. *Copeland T., Koller T., Murrin J.* Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 2nd ed. New York: Wiley&Sons Ltd, 1995.
9. *Freeman R.E.* Strategic Management: A Stakeholder's Approach. Boston: Pittman, 1984.
10. *Madden B.J.* CFROI Valuation: A Total Systems Approach to Valuing the Firm. Butterford-Heinemann. Oxford, 1999.

11. *McGrath J., Kroeger F., Traem M., Rockenhaeuser J.* The Value Growers. Achieving Competitive Advantage through Long-Term Growth and Profits. McGraw-Hill, 2001.
12. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value. New York. Free Press, 1986.
13. *Reimann B.* Managing for Value. A Guide to Value Based Strategic Management. Basil Blackwell. Oxford, 1989.
14. *Roman R., Hayibor S., Agle B.* The Relationship between Social and Financial Performance // Business and Society. 1999. Vol. 38. N 1. P. 109—125.
15. *Stewart B.* The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. New York: Harper Collins, 1991.
16. *Svendsen A., Boutilier R., Abbott R., Wheeler D.* Measuring the Business Value of Stakeholder Relationships. Part 1. Toronto, 2001.
17. *Waddock S., Graves S.* The Corporate Social Performance — Financial Performance Link // Strategic Management Journal. 1997. N 19. P. 303—317.

© Ивашковская И.В., 2006

К68 **Корпоративные финансы: перспективы и реальность.** Управление стоимостью компании [Текст] : сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / под науч. ред. Т.В. Тепловой ; Гос. ун-т — Высшая школа экономики. — М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. — 256, [4] с. — 1000 экз. — ISBN 5-7598-0428-6 (в обл.).

В сборнике публикуются доклады Третьей ежегодной межвузовской конференции молодых ученых «Корпоративные финансы: перспективы и реальность», состоявшейся 17 мая 2006 г. Конференцию в течение трех лет организует и проводит кафедра экономики и финансов фирмы Государственного университета — Высшей школы экономики.

Представленные в сборнике доклады посвящены методологическим проблемам управления стоимостью компании. Основная тематика докладов: концепция управления стоимостью компании: модели, преимущества и проблемы внедрения на развивающихся рынках; использование экономической прибыли для оценки стоимости компании и анализа эффективности деятельности, специфика применения стоимостных методов в российских компаниях; методы исследования финансовых и нефинансовых факторов создания стоимости; системы показателей диагностики создания стоимости: особенности построения для различных отраслей, подразделений компаний; оценка фондовым рынком новаций в финансовом управлении.

Для студентов, аспирантов, преподавателей экономических вузов, специалистов-практиков по финансовому управлению.

УДК 658.14/.17(063)
ББК 65.290-9

Научное издание

Корпоративные финансы: перспективы и реальность
Управление стоимостью компании

Зав. редакцией *О.А. Шестопалова*

Редактор *И.В. Преловская*

Художественный редактор *А.М. Павлов*

Корректор *Т.Е. Антонова*

Компьютерная верстка и графика: *Н.Е. Пузанова*

Подписано в печать 23.11.2006. Формат 60×88¹/₁₆. Бумага офсетная

Гарнитура NewtonС. Печать офсетная. Усл. печ. л. 15,76

Уч.-изд. л. 13,52. Тираж 1000 экз. Заказ № . Изд. № 706

ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3
Тел./факс: (495) 772-95-71