

БАЗОВЫЕ ПРИНЦИПЫ КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

Владимир САВЧУК

Кафедра «Финансы и банки»

Conceptul de management al costului, care în literatura engleză a primit denumirea de Value-Based Management (VBM), s-a format în anii '80-90 ai secolului XX. Conceptul VBM este bazat pe principiul clasic al teoriei economice de „viziune economică” asupra businessului. În limitele VBM scopul principal al companiei este creșterea valorii acesteia pentru proprietari. De aici, toate eforturile companiei sunt orientate spre atingerea lui.

The concept of value management, which in English literature is called Value-Based Management (VBM), was formed in the late 80-90-ies of XX century. The concept of VBM is based on well-known from classical political economic view on the business. Within VBM main financial goal is to increase its value to the owner. Accordingly, all the company's efforts should be directed towards achieving this goal.

Концепция управления стоимостью, получившая в англоязычной литературе название Value-Based Management (VBM), сформировалась на рубеже 80-90-х годов XX века. Она основана на хорошо известном из классической политэкономии «экономическом взгляде» на бизнес. В рамках VBM основной финансовой целью компании является рост ее ценности для собственников. Соответственно, все усилия компании должны быть направлены на достижение этой цели.

Оценка стоимости компании как инструмент финансового управления получила развитие из метода приведенной стоимости при планировании капитальных вложений и метода стоимостной оценки, разработанного лауреатами Нобелевской премии М. Миллером и Ф. Модильяни. В течение 1990-х годов и в начале 2000-х годов принципы и методы управления стоимостью компании стали широко распространенными подходами в менеджменте: эти идеи используются в настоящее время западно-европейскими, канадскими, японскими компаниями, постепенно закрепляются в странах с развивающимся рынком капитала – в практике ряда латиноамериканских, южно-азиатских, российских компаний. В настоящее время VBM начинает использоваться и в практике молдавских компаний.

Родоначальниками данной концепции являются А. Раппопорт и Б. Стюарт. Профессор А.Раппопорт и Д. Штерн были первыми, кто занялся практической разработкой концепции оценки акционерной стоимости для планирования инвестиций и управления компаниями. Они не только продолжили исследования нобелевских лауреатов М.Миллера и Ф.Модильяни на прикладном уровне, но и разработали специализированное программное обеспечение и способствовали его распространению на рынке. Книга А.Раппопорта была первой, где были систематизированы принципы VBM [1]. Именно она способствовала широкому распространению идеи управления компанией с целью максимизации ее стоимости. А. Раппопорт является также главным разработчиком так называемой системы показателей акционерной стоимости компаний (Shareholder Value Scoreboard), которая ежегодно публикуется Wall Street Journal.

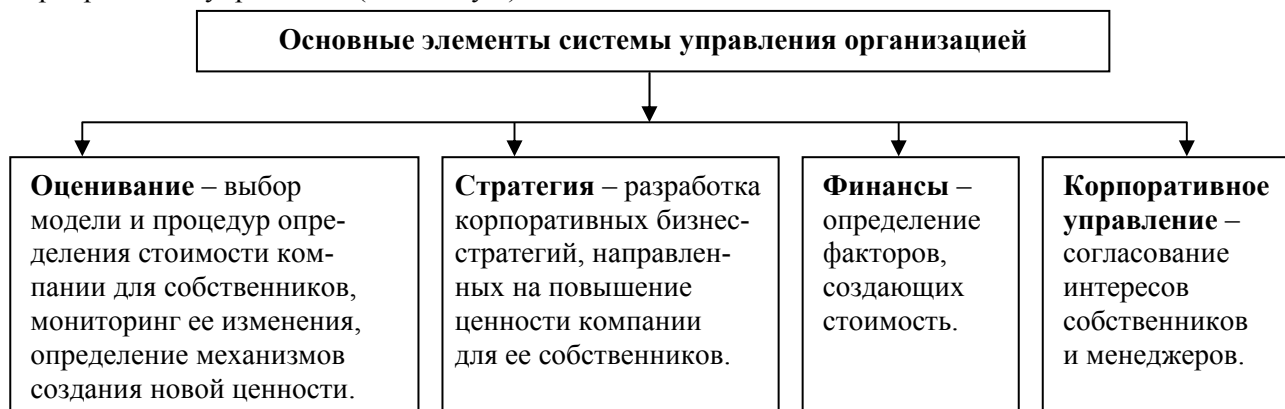
Становление модели экономической добавленной прибыли (EVA – Economic Value Added) связано с работой Б. Стюарта [2]. Подход к измерению результатов экономической деятельности с использованием этого показателя очень быстро завоевал популярность в финансовом мире. Кроме того, разработано специальное программное обеспечение и базы данных, значительно облегчающие анализ и оценку результатов экономической деятельности с точки зрения создаваемой компанией стоимости.

Компания Stern Stewart & Co периодически публикует рейтинг 1000 компаний по показателю добавленной рыночной стоимости (MVA – Market Value Added). Этот показатель представляет собой дисконтированный поток EVA и отражает создание для акционеров ценности в долгосрочном плане.

Выпущенная в 1999 году консалтинговой компанией McKinsey книга Т. Коупленда, Т.Коллера и Д. Мурина «Стоимость компаний: оценка и управление» стала настольной для менеджеров и бизнес-консультантов последнего десятилетия. Авторы, используя опыт McKinsey & Co. и работы предшест-

венников, провели анализ предыдущих исследований и дополнили их собственными изысканиями, проработали множество практических вопросов и привели в своей книге рекомендации по использованию описанных методик.

VBM представляет собой универсальную всеохватывающую систему управления организацией, которая, по Раппопорту, включает в себя четыре основных элемента: оценивание, стратегию, финансы и корпоративное управление (см. схему 1).



Разработано автором на основе источника [1].

Схема 1. Элементы системы управления предприятием.

В ряде научных работ были сформулированы основные идеи теории управления стоимостью компании [3]. На их основе созданы пакеты технологий и разработаны собственные рекомендации, активно используемые в консалтинговой деятельности ряда компаний. Некоторые известные инвестиционные институты и частные пенсионные фонды используют принципы VBM для финансового анализа компаний-эмитентов и новых показателей, отражающих динамику приращения инвестиционной стоимости капитала, а также в программах управления портфелем ценных бумаг, включая управление капиталом клиентов. Исследования результатов практического использования этих подходов в компаниях развитых западных стран показывают, что по сравнению с контрольными выборками компаний, не использующих эти подходы, у сторонников этой концепции эффективность повышается, затраты снижаются и растут показатели оборачиваемости.

Д.Арнольд выделяет три ключевых элемента концепции управления стоимостью [4]:

1. Главенствующая и постоянная цель организации – долгосрочное благосостояние акционеров, и именно этим определяется вся ее деятельность.

2. Все затраты, инвестированные в основной капитал, в развитие бизнеса и корпорацию в целом, должны быть обоснованы и рассчитаны. Стоимость (ценность) для акционеров создается только при условии, что отдача на вложенные средства превышает их альтернативную стоимость.

3. Система материального стимулирования должна быть увязана с внутренними показателями, используемыми компанией для прогнозирования и измерения результатов деятельности и информирующими менеджеров о степени выполнения этой основной цели, мотивируя их на максимизацию долгосрочного благосостояния акционеров. Внешние показатели деятельности компании должны давать возможность прозрачно и правильно оценивать достигнутый результат и отражать потенциал создания стоимости в будущем.

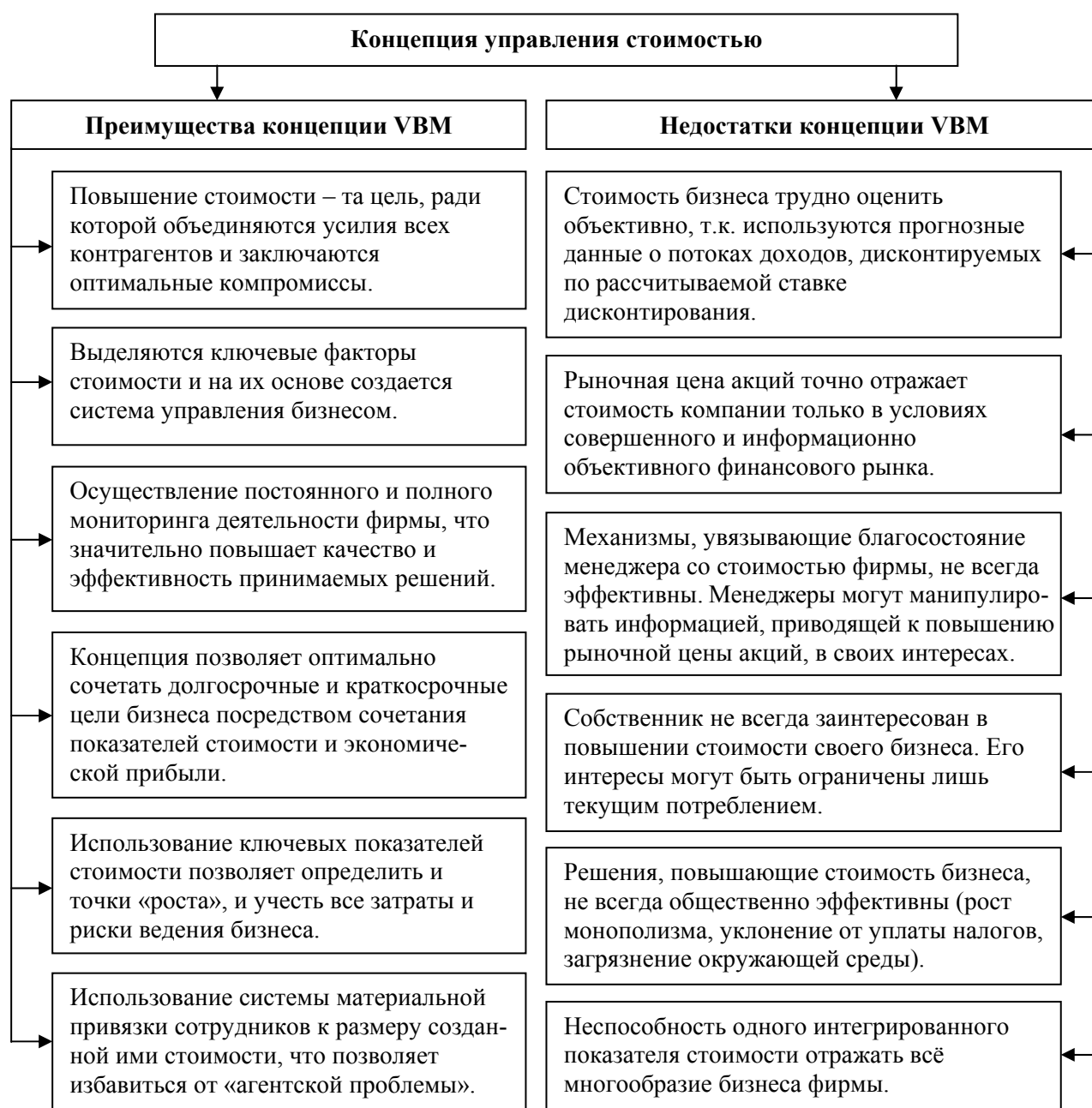
Стоимостный подход обладает как некоторыми преимуществами перед альтернативными методиками управления компанией, так и недостатками. Воедино они сведены в схеме 2.

Однако несмотря на наличие значительного числа недостатков у этого подхода, многие видные ученые признают тот факт, что стоимость компании является все же наиболее объективным из всех критериев оценки эффективности решений по управлению бизнесом (особенно стратегических), а также наиболее полно учитывающим интересы заинтересованных сторон.

По поводу указанных недостатков можно отметить следующее. Во-первых, для целей управления стоимостью компании необходима разработка комплексного метода оценки, который мог бы учитывать разнообразные факторы стоимости еще в процессе расчетов и сочетал бы преимущества каждого из

классических подходов к оценке. Сравнительный анализ результатов, полученных с помощью различных методов оценки, позволяет обосновать принятие стратегических решений, таких как определение направлений инвестирования, выбор вариантов распоряжения собственностью (продажа, ликвидация, реорганизация), смена продуктового ряда, а также оперативных решений, связанных с мотивацией персонала и мероприятиями по увеличению прибыли.

Во-вторых, в целях управления необходимо использовать оценку стоимости компании, рассчитанную на основании инсайдерской информации как наиболее полной и поэтому эффективной. В-третьих, использование бухгалтерской отчетности, составленной по международным стандартам, заверенной независимыми аудиторами, должно снизить возможность манипулирования информацией. В-четвертых, привязка вознаграждения менеджмента к долгосрочным показателям снимает риск принятия решений, максимизирующих краткосрочные результаты в ущерб долгосрочным.



Разработано автором

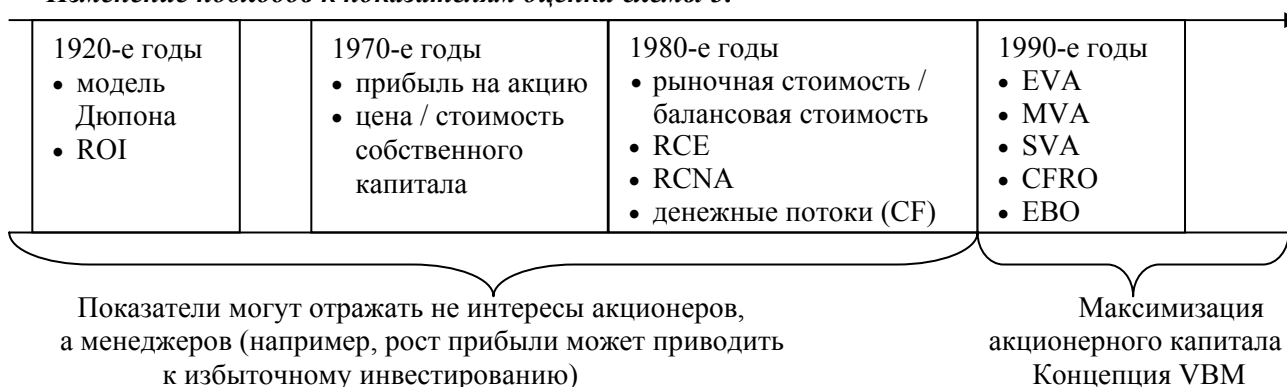
Схема 2. Преимущества и недостатки применения концепции управления стоимостью.

Антимонопольное регулирование, совершенствование корпоративного законодательства и системы правоприменения должно решить пятую проблему, которая, впрочем, присуща всем системам оценки эффективности деятельности компании.

Управление с указанных позиций требует анализа существующих и разработки новых методов оценки стоимости предприятия с целью планирования и постановки управленческих задач для ее максимизации. Для построения эффективной системы управления стоимостью бизнеса, необходимо иметь инструмент измерения рыночной стоимости действующей компании. Именно оценка бизнеса, осуществляемая на основе современных методов и алгоритмов и опирающаяся на развитое информационное обеспечение, может и должна выступать в качестве такого инструмента.

Профессиональная оценка во всем мире является прежде всего инструментом управления компанией, неотъемлемой частью процесса управления бизнесом. Лейтмотивом деятельности профессиональных оценщиков в развитых рыночных странах служит следующий лозунг: «Без оценки нет инвестиций, без инвестиций невозможен экономический рост, без экономического роста невозможна политическая стабильность». А в международных стандартах оценки прямо указывается: «Проводимый профессиональными оценщиками анализ играет существенную роль для обоснования решений, принимаемых участниками рынка. При отсутствии надежной информации рынки имущества не могут функционировать эффективно. Пользователям услуг по оценке, регулирующим организациям, правительственным органам, обычной публике необходимо лучше понять и оценить центральную роль профессиональных оценщиков в эффективном функционировании рынка имущества. Институты, осуществляющие функции регулирования в отношении профессиональной оценки, должны обеспечить соответствующие возможности для ее развития, так как эта профессия занимает центральное положение для надлежащего функционирования рынка имущества и в силу расширения экономики» [5].

Изменение подходов к показателям оценки схемы 3.



Источник: [6].

Схема 3. Эволюция финансовых показателей в оценке эффективности управления.

В 1980-1990-х годах видными западными экономистами были предложены методы по оценке и управлению бизнесом на основе показателей экономической прибыли. Наиболее известные показатели – Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Shareholder Value Added (SVA), Edwards-Bell-Ohlson model (EBO), Cash Value Added (CVA), Cash Flow Return on Investment (CFROI), опционная модель Блэка-Шоулза. В их основе лежат основные факторы, влияющие на стоимость компании, – затраты на собственный и заёмный капитал и доходы, генерируемые существующими активами (при этом вид дохода может быть различным: прибыль, денежный поток и другие). Показатели на основе экономической прибыли в наибольшей степени коррелируют с рыночной оценкой стоимости, а также могут быть использованы в оперативном управлении компанией. Применение этих методов, получивших широкое распространение на Западе, позволяет значительно уменьшить недостатки традиционных методов.

В частности, расчет EVA (Economic Value Added) можно проводить по каждому отдельному периоду функционирования предприятия без дополнительного учета минувших событий и прогнозирования будущих исходя из оцененной на основе бухгалтерских данных величины задействованного

капитала, в то время как традиционный NPV-анализ требует расчета необходимой величины инвестиций с точным определением объема и времени денежных потоков по периодам. Таким образом, сравнительный анализ плановых и фактически достигнутых показателей инвестиционного проекта значительно легче проводить с помощью EVA.

Кроме того, переоценка активов, проводимая в рамках перехода на международные стандарты финансовой отчетности, учитывается в рамках EVA в виде стандартных проводок, то есть переоценка автоматически отражается как на величине дохода, так и на размере задействованного капитала. При традиционном анализе в этом случае необходимо проводить новые перерасчеты показателей проекта путем изменения прогнозной величины ликвидационной стоимости активов.

В рамках управления стоимостью компании EVA можно использовать:

- при оценке эффективности деятельности подразделений или компании в целом;
- при разработке оптимальной и справедливой системы премирования менеджмента;
- при составлении капитального оборота.

Преимущества применения данной концепции в рамках управления стоимостью компании связаны с тем, что с помощью данного показателя можно несложно и вполне адекватно определить степень достижения подразделением, фирмой или отдельным проектом цели по увеличению рыночной стоимости. Однако необходимо отметить, что простота расчета показателя EVA лишь кажущаяся. Разработчиком данной модели С. Беннетом предусмотрено внесение более 150 различных поправок и корректировок в первоначальные данные баланса предприятия, в зависимости от особенностей конкретной компании. Их цель – отразить экономическую стоимость активов с большей точностью, чем это делается обычно в учетном балансе. При этом они, по всей видимости, изменяются при появлении новых регламентирующих документов. Таким образом, существует проблема неадаптированности к постоянно изменяющейся молдавской финансовой отчетности и условиям хозяйствования.

Зарубежные исследования показывают, что компании, использующие принципы VBM, сформулированные в рамках рассматриваемой концепции, обладают преимуществом по отношению к компаниям аналогичных сфер бизнеса, использующим традиционные формы организации бизнеса, вследствие использования более эффективной системы организации бизнеса (см. таблицу).

Таблица 1

Особенности организации бизнеса в традиционных организациях и организациях, ориентированных на рост их стоимости

Традиционная организация	Организация, ориентированная на рост стоимости
Распределение ресурсов по проектам	Распределение ресурсов по факторам создания стоимости
Как правило, годовое планирование бюджета	Преобладание стратегического планирования ресурсов
Ресурсы ограничены и бесплатны	Ресурсы не ограничены, но дороги
Менеджеры не располагают всей полнотой информации	Менеджеры располагают всей необходимой информацией
Источники уменьшения стоимости не известны и иногда игнорируются	Источники уменьшения стоимости идентифицируются и немедленно уничтожаются
Возможна частичная противоречивость целей подразделений организации	Цели подразделений не противоречат друг другу
Отчетность неполностью предоставляет необходимую информацию о финансовом положении организации	Посредством сбалансированной системы показателей отражаются цели, стратегии, а также дается оценка их достижения
Компенсационные модели вознаграждения персонала непосредственно не привязаны к процессу создания стоимости	Непосредственная связь вознаграждения с созданием стоимости

Источник: [7].

Успешное применение концепции VBM в действительности требует фундаментального изменения корпоративной культуры в целом. Результаты крупного исследовательского проекта в области практического применения VBM, осуществленного Ф. Хаспеслафом, Т.Ходой и Ф.Баулосом, показали, что практическое внедрение этой программы в жизнь намного сложнее, чем это представляется сторонникам данной теории, и требует огромного терпения, больших затрат энергии и денежных средств. Согласно исследованию авторов, все компании, которым удается успешно применять программы VBM на практике, обладают пятью основными общими характеристиками.

Во-первых, они стараются сделать ясными и публичными свои обязательства в отношении биржевой стоимости акций. Во-вторых, посредством обучения они создают окружающую среду, восприимчивую к любым изменениям, которые может повлечь действующая программа VBM. В-третьих, они сделали тренинги более эффективными, увязав их с разнообразными способами поощрения, привязанными к критериям качества работы VBM в компании, что воспитывает у служащих чувство ответственности как в самой компании, так и во время участия в программе. В-четвертых, они прибегали к существенным изменениям организационной структуры, чтобы дать возможность всем своим работникам принимать те самые создающие стоимость решения. Наконец, в-пятых, изменения, внедренные в системы и процессы функционирования компании, были всесторонними и содержательными, а не узкосредоточенными на финансовых отчетах и системе компенсации.

Литература:

1. Rappaport A. Creating shareholder value: a guide for managers and investors. – Rev. and updated ed. New-Work: Free Press, 1998.
2. Stewart B. The Quest for Value: a guide for Senior Manager. - New-Work, 1999.
3. Коупленд Т., Колер Т., Мури Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. - Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005.
4. Arnold G. Tracing the development of value based management. In: Arnold G., Davies M. Value Based Management. Context and Application. John Wiley & Sons: - New-Work, 2000.
5. Коростелев С.П. Основы теории и практики оценки недвижимости. - Москва: Русская деловая литература, 1997.
6. Рассказов С.В., Рассказова А.Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании // Финансовый менеджмент, 2002, №3.
7. Haspeslagh Philippe, Tomo Noda and Fares Boulos. Managing for Value: It's Not Just About the Numbers // Harvard Business Review (July-August 2001), p.65-73.

Prezentat la 13.09.2010