УДК 338.242

Ценностно-ориентированное управление для российских компаний

© 2013 г. М.А. Шерстнева*

Введение

Современная рыночная экономика в развитых странах характеризуется использованием стоимостного подхода в качестве одного из ключевых инструментов управления бизнесом и величиной стоимости компании как критерия ее долгосрочного развития. Не являются исключением и российские компании, которые в последние годы все чаще обращаются к *Value-Based Management (VBM),* известному в России под терминами «Управление стоимостью» или «Стоимостно-ориентированный менеджмент».

Повышение стоимости российских компаний решает ряд актуальных вопросов: для государства – укрепление позиций на мировом рынке за счет повышения стоимости его предприятий; для менеджмента и акционеров – увеличение собственного дохода за счет повышения эффективности принимаемых стратегических и оперативных решений на всех уровнях управления организацией.

В последние годы инвестиции в промышленные объекты Российской Федерации вызывают все больший интерес у иностранных инвесторов. По уровню инвестиционной привлекательности Россия занимает 7-е место в Европе [1], однако по количеству проектов, финансируемых за счет прямых иностранных инвестиций, в несколько раз проигрывает ведущим странам Европы. Создание международного финансового центра в РФ является важным шагом на пути повышения инвестиционной привлекательности российской экономики, однако оно требует высокого уровня развития финансового рынка. Особенностью структурного развития российской экономики является слабое развитие фондового рынка. Большинство компаний в РФ имеют непубличный характер. Необходимым условием развития фондового рынка является их прохождение через листинг и IPO, что способствует увеличению капитализации экономики страны, увеличению прозрачности бизнеса, обеспечивает возможность развития РФ в соответствии с инновационным сценарием[1]. Для обеспечения достаточно высокой стоимости компании при выходе на листинг, ее управление должно быть акцентировано на увеличении ее капитализации.

Мировая экономика претерпевает череду финансовых кризисов. Во время кризиса повышается количество слияний и поглощений (*Mergers and Acquisitions, M&A*), что сопровождается повышением внимания к финансовой эффективности сделок. Вопросы управления стоимостью предприятий приобретают особую актуальность. Возрастает значение рейтинговых оценок. Соответственно, возникает необходимость в разработке новых и совершенствовании существующих методик по оценке и управлению стоимостью компании.

Данная статья призвана восполнить некоторые теоретико-методические пробелы в вопросах *VBM,* для облегчения ее внедрения на российских предприятиях.

Стоимость или ценность?

Следует отметить, что в вопросе трактовки понятия «*Value-Based Management*» у исследователей нет единого мнения. Это вызвано следующими причинами:

– авторские исследования зарубежных ученых привнесли много дополнений к первоначальному содержанию термина, предложенному в работах А. Раппапорта и Б. Стюарта [3, 4], что привело к существованию большого количества определений «*VBM*»;

– неверный перевод термина «*Value*» влечет за собой ошибки в понимании содержания экономической категории.

«*Value*» в переводе с английского языка – «ценность», а не «стоимость». «*Value-Based Management*» дословно переводится как «*ценностно*-ориентированный менеджмент», однако часто встречается в российской литературе под термином «управление *стоимостью*» или «Стоимостно-ориентированный менеджмент» и чаще всего трактуется как управление, направленное на повышение стоимости компании [5].

Категория «ценность» может быть истолкована как «потребительская стоимость». Говоря о «*Value-Based Management*», мы должны подразумевать не просто

Рис. 1. Составляющие *Value-Based Management*

* Старший преподаватель каф. промышленного менеджмента НИТУ «МИСиС».

[1] В соответствии с Концепцией долгосрочного социально-экономического развития РФ до 2020 г., для РФ возможны три основных сценария: инновационный, энергосырьевой, инерционный [2].

повышение цены акций компании, но увеличение *ценности (потребительской стоимости)* компании для ее владельцев, акционеров, что достигается путем увеличения стоимости акционерного капитала компании и с помощью выплаты большей суммы дивидендов.

Таким образом, мы предлагаем следующую авторскую трактовку понятия. «*Value-Based Management*» или «ценностно-ориентированный менеджмент» – *это управление, целью которого является увеличение благосостояния акционеров посредством повышения стоимости компании и выплаты большей суммы дивидендов.*

Ценностно-ориентированный менеджмент

Value-Based Management в классическом понимании состоит из указанных основных элементов (**рис. 1**). На их основе разработано большое количество методик [6]. Однако западные методики не учитывают особенностей российской экономики.

Адаптация западных методик ценностно-ориентированного менеджмента к реалиям российского рынка достаточно затруднительна хотя бы ввиду отсутствия в России необходимого количества специалистов, обладающих опытом внедрения *VBM*. При этом в работах российских исследователей не предлагается целостного методического подхода к ценностно-ориентированному менеджменту. Работы, как правило, ориентированы на развитие какой-либо одной составляющей *VBM* (рис. 1).

По нашему мнению, система управления стоимостью промышленных предприятий, в том числе непубличных, позволяющая выстроить целостную эффективную систему менеджмента, должна состоять из следующих элементов (**рис. 2**).

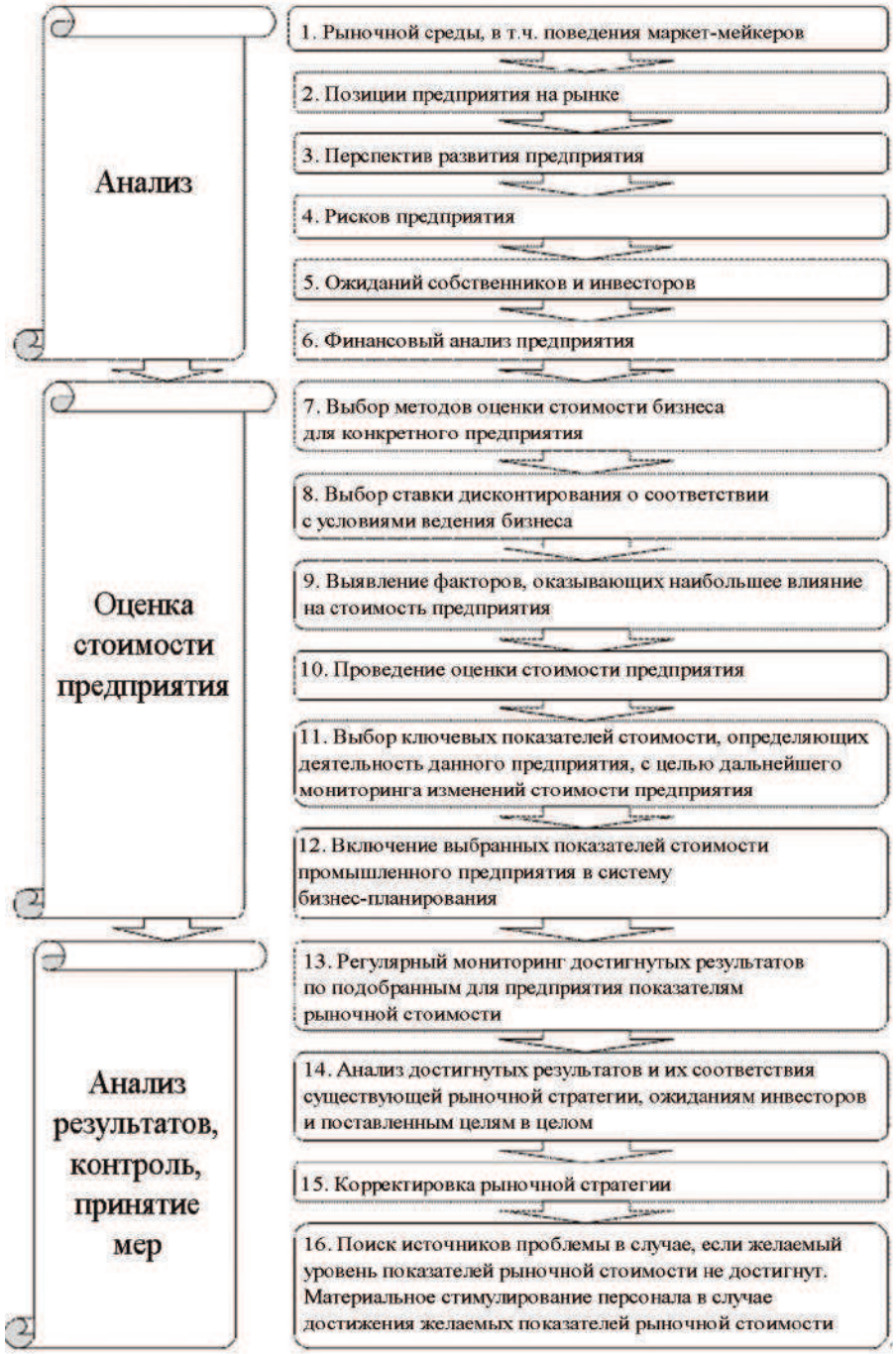

Рис. 2. Система управления стоимостью промышленного предприятия. Составлено автором

Для проведения анализа предлагается следующий алгоритм (**рис. 3**), позволяющий наиболее полно рассмотреть пути развития предприятия, которые приводят к повышению экономической эффективности его деятельности, стоимости, и как следствие, улучшению благосостояния акционеров.

Одним из основных этапов процесса оценки стоимости предприятия является выявление факторов стоимости. Для их определения мы предлагаем использование метода качественного моделирования на основе аппарата ориентированных взвешенных графов с импульсной составляющей, разработанного учеными НИТУ «МИСиС» [7].

Особое внимание в представленной методике отведено вопросу анализа ожиданий акционеров и внешних инвесторов, т.к. в российской практике управления ему уделяется незаслуженно мало внимания. Деятельность листинговой компании оценивается не только по результатам ее финансовых отчетов,

Модель принятия решений об инвестировании на основе ожиданий собственников/инвесторов									
№	Соотношение показателей							Повышение благосостояния акционеров за счет:	Курс акций
1.	$WACC$	<	$R_{факт}$	>	$R_{ожид}$	>	$R_{треб}$	Инвестиции	Рост
2.	$WACC$	<	$R_{факт}$	<	$R_{ожид}$	<	$R_{треб}$	Дезинвестиции	Падение
3.	$WACC$	<	$R_{факт}$	<	$R_{ожид}$	>	$R_{треб}$	Инвестиции	Спекулятивное Падение
					$R_{факт}$	>	$R_{треб}$		
4.	$WACC$	>	$R_{факт}$	>	$R_{ожид}$	>	$R_{треб}$	Дивиденды	Рост
5.	$WACC$	>	$R_{факт}$	<	$R_{ожид}$	<	$R_{треб}$	Дезинвестиции	Падение
6.	$WACC$	>	$R_{факт}$	<	$R_{ожид}$	>	$R_{треб}$	Дивиденды	Падение
					$R_{факт}$	>	$R_{треб}$		

Рис. 3. Алгоритм анализа, позволяющий рассмотреть пути развития предприятия. Составлено автором

но также по ее рыночной стоимости. Хорошие аналитические показатели не способствуют автоматическому увеличению цены акции. Поэтому отношения с инвесторами очень важны.

Модель принятия решений об инвестировании на основе ожиданий собственников/инвесторов

От того, как менеджмент компании ответит на вопрос: «Куда направить деньги – на выплату дивидендов или в инвестиционные проекты?»– зависят рост или падение курса акций, благосостояние акционеров, следование компании достижению долгосрочных целей.

Этот вопрос является камнем преткновения для многих менеджеров. Много исследований посвящено данному вопросу, однако однозначного ответа так и не дано.

Одним из наиболее интересных исследований, на наш взгляд, является работа Т. Коупленда и А. Долгоффа «Expectations-Based Management» [8], в которой большое внимание уделяется вопросу удовлетворения ожиданий инвесторов и акционеров.

Предлагаемый подход предполагает принятие решения об инвестировании или выплате дивидендов на основании соотношения средневзвешенной стоимости капитала ($WACC$), фактической рентабельности инвестированного капитала ($R_{факт}$) и ожидаемой рентабельности инвестиций ($R_{ожид}$).

На наш взгляд, сочетание предлагаемых трех показателей не дает исчерпывающего описания ситуации. $WACC$ принимается в качестве показателя минимальной требуемой доходности, однако этот показатель в данном случае не учитывает мнения менеджмента по поводу требуемой доходности с учетом риска. Принимаемый при инвестировании риск весьма различен, что должно отражаться в ставке дисконтирования, то есть в требуемой инвесторами доходности с учетом инвестиционного риска.

Нами предлагается модель принятия решений на основе ожиданий собственников/инвесторов **(таблица)**, включающая четвертый фактор – требуемую доходность инвестируемого капитала ($R_{треб}$) [9].

Данная модель дает возможность анализировать соответствие существующей рыночной стратегии ожиданиям инвесторов и поставленным целям по изменению курса акций компании.

Мы предлагаем для расчета $R_{треб}$ использовать формулу $CAPM$ или арбитражную модель. Но значение также может быть рассчитано кумулятивным методом или директивно установлено менеджментом, исходя из величины принимаемого риска и требуемой премии за риск.

Рассмотрим действие модели.

Ситуация 1. Фактическая рентабельность инвестиций выше ожидаемой рынком, что приведет к росту курса акций. Также фактическая рентабельность инвестиций выше $WACC$ и требуемой доходности, что, безусловно, говорит о необходимости инвестирования.

Ситуация 2. Фактическая рентабельность инвестиций ниже ожидаемой, что приведет к падению курса акций. При этом фактическая рентабельность хотя и выше $WACC$, но ниже требуемой доходности, что свидетельствует о несоответствии доходности риску. В этом случае возникает необходимость дезинвестиций.

Ситуация 3. Фактическая рентабельность инвестиций больше $WACC$ и больше требуемой доходности, что однозначно свидетельствует о благоприятной ситуации и необходимости инвестирования. Однако в

данной ситуации произойдет падение курса акций, так как не оправдываются ожидания рынка ($R_{факт} < R_{ожид}$), что в данной ситуации, когда фактическая рентабельность превышает даже требуемую ($R_{факт} > R_{треб}$), является спекулятивным падением.

Ситуация 4. Фактическая рентабельность инвестиций выше ожидаемой рынком, что приведет к росту курса акций. При этом фактическая рентабельность хотя и выше требуемой доходности, однако ниже *WACC*. Это возможно в краткосрочном периоде во время кризисов, когда доходность низкая. Это может быть вызвано привлечением дорогих кредитов. В этом случае возможно либо погашение кредитов за счет прибыли, если большинство акций принадлежит менеджменту компании, либо выплата дивидендов, что позволит поддержать курс акций.

Ситуация 5. Фактическая рентабельность инвестиций ниже ожидаемой, что приведет к падению курса акций. Фактическая рентабельность ниже *WACC* и требуемой доходности, что показывает необходимость дезинвестиций.

Ситуация 6. Фактическая рентабельность инвестиций ниже ожидаемой, что приведет к падению курса акций. Фактическая рентабельность инвестиций ниже *WACC* и больше требуемой доходности, что свидетельствует о необходимости выплаты акционерам дивидендов.

Заключение

Переход российских компаний к ценностно-ориентированному менеджменту является необходимым условием повышения инвестиционной привлекательности государства.

Комплексный теоретико-методический подход к ценностно-ориентированному управлению, предлагаемый в данной статье, призван облегчить адаптацию современных методик к реалиям российского рынка и восполнить методологические пробелы в вопросах ценностно-ориентированного менеджмента.

Библиографический список

1. *Ernst & Young's European Investment Monitor* 2012.
2. *Набиуллина Э.С.* Концепция долгосрочного социально-экономического развития РФ до 2020 г.
3. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. – Rev. and updated ed. - New York: Free Press, 1998. – 224 p.
4. *Stewart B.* The Quest for Value: a Guide for Senior Managers. New York: Harper Collins Publishers, 1991. – 800 p.
5. *Костюхин Ю.Ю., Анисимов А.Ю.* Инвести ционная стратегия фирмы: монография. – М.: Изд-во РГТЭУ, 2010. – 216 с.
6. *Костюхин Ю.Ю., Шерстнева М.А.* Управление стоимостью компании: теоретические аспекты. Кавказские научные записки.– М.: Изд-во. Академии наук Абхазии, РГТЭУ, 2010.
7. *Бринза В.В., Костюхин Ю.Ю., Шерстнева М.А., Райков Ю.Н.* Многофакторная модель промышленного предприятия как инструмент повышения стоимости компаний // Экономика в промышленности. 2013. № 2. С.63-67
8. *Коупленд Т., Долгофф А.* Outperform with Expectations-Based Management. John Wiley & Sons, 2011. – 358 p.
9. *Шерстнева М.А., Костюхин Ю.Ю.* Model of decision-making on the basis of expectations of shareholders and portfolio investors. 2nd International Conference on Recent Trends in Structural Materials COMAT 2012. Conference materials. Tanger Ltd., Ostrava 2012.

УДК 338.2

Сущность и значение эффективного развития промышленных предприятий

© *2013 г. Ш.А. Атабаева**

В условиях рыночных отношений и реформирования экономики страны вопросы повышения эффективности и конкурентоспособности предприятий за счет снижения затрат и эффективного расходования материальных ресурсов производства приобретают первостепенное значение.

Понятие «эффективность» впервые было сформировано как экономическая категория в начале XIX века в трудах Д. Рикардо, который, теоретически обобщив практику общественного производства, сделал вывод: чем менее долговечен основной капитал, тем больше требуется затрачиваемого труда для сохранения его первоначальной стоимости, а сущность эффективности в основном сводилась к результирующему оценочному показателю.

В экономической науке многими учеными было дано различное толкование (определение) данной категории.

А.И. Алтухов, А. Апишев [1, 2] и др. сходятся во мнении, что эффективность характеризуется стоимостными величинами, полученными в результате производственной или иной деятельности человека. П.А. Бебутов, Л.И. Кошкин, Р.Л. Феддера [3] предлагают для выявления экономической эффективности применение методики сравнительной оценки осуществленных и планируемых капитальных вложений на расширение производственных фондов.

*Аспирант Московского государственного университета пищевых производств.