

*Н. Р. Размадзе*

## **СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ КАК ЦЕЛЕВОЙ ПОКАЗАТЕЛЬ ЕЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

Обобщение теории и практики управления приводит к выводу, что действующая фирма в зависимости от интересов собственника, его представлений о развитии бизнеса и конкретной ситуации преследует самые разнообразные количественные и качественные цели. Это может быть достижение определенных темпов роста продаж, увеличение доли рынка, повышение рентабельности продаж, максимизация ценности фирмы, повышение отдачи на инвестированный капитал, повышение конкурентоспособности, снижение затрат, улучшение отношений с местными властями, выживание и т. д.

Таким образом, выбор цели, ориентира, в направлении которого будет развиваться компания, представляется особо важным. При этом могут учитываться интересы и цели различных членов экономического процесса, что существенно отражается на концепции управления компанией и влияет на принятую в ней систему менеджмента.

Вопрос о цели функционирования компании и, соответственно, о критерии оценки принимаемых решений является достаточно сложным. Можно ли свести различные цели к задаче максимизации целевой функции одной переменной или лучше руководствоваться многокритериальной системой?

Многие экономические теории строятся на введении целевой функции. Так, например, неоклассическая экономическая теория исходит из посылки, что целью принятия решений рациональным индивидом является максимизация полезности или благосостояния. При этом часто допускается, что полезность – это монотонно возрастающая функция от дохода или прибыли, и все факторы интереса могут быть выражены в денежной форме. Таким образом, рациональный индивид максимизирует свою выгоду от принятия решений.

Выбор основных целей является фундаментальной стратегической проблемой. Наличие дискуссий о том, какой показатель может быть идентифицирован в качестве основного целевого ориентира и критерия успешности работы фирмы, указывается, например, в работах В. В. Ковалева «Управление денежными потоками, прибылью и

---

**Нели Руслановна РАЗМАДЗЕ** – ассистент и аспирант кафедры теории кредита и финансового менеджмента СПбГУ. В 2003 г. окончила экономический факультет СПбГУ. Сфера научных интересов – управление стоимостью предприятия, оценка бизнеса, оценка нематериальных активов. Имеет 10 публикаций.

© Н. Р. Размадзе, 2008

рентабельностью»<sup>1</sup>, Д. Л. Волкова «Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты»<sup>2</sup>.

В. В. Ковалев пишет о том, что единственный и на все случаи пригодный ориентир не существует, тем не менее выделяются два базовых, конкурирующих подхода к управлению компанией на основе: 1) роста капитализации фирмы и 2) устойчивого генерирования ею прибыли.

Автор отмечает, что в соответствии с первым подходом система управления финансами фирмы заключается в максимизации богатства ее владельцев с помощью рациональной финансовой политики. В зависимости от организационно-правовой формы компании и ее отношения к рынку капитала о наращивании ее стоимости можно судить по данным с рынка, если таковые имеются. В противном случае суждение о капитализации может формироваться одним из двух способов: 1) контроль и оценка динамики чистой прибыли по данным бухгалтерского учета; 2) проведение периодической оценки бизнеса либо самостоятельно, либо с помощью профессиональных оценщиков.

На распространенность такого подхода указывается, например, в работе В. В. Царева, который пишет, что «ведущие менеджеры большинства крупных публичных (открытых) компаний осуществляют мониторинг стоимости собственного бизнеса практически каждый день. Это обусловлено тем обстоятельством, что данная стоимость находит отражение в движении цены акции компании на фондовом рынке. Однако частные закрытые компании лишены подобной обратной связи и возможности проверки рынком конечных результатов своей предпринимательской деятельности»<sup>3</sup>.

Согласно второму подходу, акцентируется внимание на самом факте текущей результативности деятельности фирмы, что проявляется в устойчивости генерирования прибыли, признаваемой по итогам отчетных периодов. Текущая прибыль выступает основным целевым показателем.

В. В. Царев подчеркивает, что оба подхода в целеполагании тесно взаимосвязаны друг с другом, так как положительная динамика курса акций не формируется сама по себе, ее основным фактором выступает устойчиво прибыльная работа компании. На это также указывает в своей работе А. Дамодаран: «...истинная стоимость фирмы может быть соотнесена с ее финансовыми характеристиками: перспективами роста, характером роста и денежными потоками»<sup>4</sup>. Таким образом, вне зависимости от того, какая система будет выбрана в качестве основной, показатель прибыли (или, например, показатель денежного потока) обязательно должен приниматься во внимание. А так как большинство компаний не имеет публичной рыночной оценки, то собственники формируют свое мнение об эффективности работы компании по данным о динамике прибыли. Таким образом, автор делает вывод о целесообразности ориентации на устойчивое генерирование прибыли в деятельности фирмы. При этом указывается, что ориентация может быть не только на показатель прибыли, но и на показатель денежного потока.

Д. Л. Волков придерживается другой позиции. Во-первых, он указывает на то, что в качестве основной цели может выступать максимизация ценности фирмы для поставщиков капитала (как собственного, так и заемного). В данном случае целевая функция компании является однофакторной. Во-вторых, он выделяет подход, основанный на теории заинтересованных лиц, при этом предполагается, что компания существует для того, чтобы не только удовлетворять интересы собственников, но и приносить выгоды всем остальным заинтересованным лицам, к которым относятся работники, покупатели, поставщики, правительство и т. д. Указанный подход требует многокритериальной оценки эффективности.

Вопросы создания стоимости и ее оценки на протяжении ряда лет широко обсуждаются как в научной, так и в деловой литературе. Первенство в данной дискуссии принадлежит Альфреду Раппапорту, основателю компании L.E.K. Consulting. Его книга «Создание акционерной стоимости» вышла в свет в 1986 г. и явилась первой публикацией, в которой акционерной стоимости была отведена главная роль в построении эффективного бизнеса, а также предпринята попытка рационального измерения создаваемой стоимости<sup>5</sup>.

Сторонниками стоимостного подхода к управлению являются и другие авторы. Большую роль в популяризации данной концепции сыграла монография Т. Коллера, Т. Коупленда, Дж. Муррина «Стоимость компаний: оценка и управление»<sup>6</sup>, в которой обосновывается необходимость принятия стоимостной системы менеджмента и подробно описывается механизм перехода на стоимостной менеджмент. Т. В. Теплова также указывает на необходимость построения целевой функции в деятельности компании, которой может выступать стоимость<sup>7</sup>. Но делается оговорка о том, что у максимизации стоимости компании существует альтернативная трактовка цели (в отличие от предложенной Д. Л. Волковым) как максимума выгод владельцев только собственного капитала (так называемая акционерная модель управления стоимостью). Далее указывается на то, что существует еще одна трактовка стоимостной системы менеджмента, которой придерживаются аналитики фондового рынка. Они отождествляют рыночную стоимость собственного капитала компании и ее рыночную капитализацию.

Стоимость как основа для принятия управленческих решений также рассматривается в работах С. В. Валдайцева<sup>8</sup>, Ю. В. Козыря<sup>9</sup> и других специалистов в области финансов и оценки.

Очевидно, что выбор основных целей в деятельности компании является фундаментальной стратегической проблемой. Из всего вышесказанного можно сделать вывод о том, что большинство авторов в той или иной мере и с определенными оговорками признают ценность и актуальность стоимостного подхода для целей управления компанией.

Управленческий подход, в центре которого находится создание новой ценности для собственников компании как основной цели фирмы, получил в иностранной литературе название *Value-Based Management* – *VBM*. Дословный перевод этого термина может звучать как «ценностно-ориентированный менеджмент». Однако в некоторых переведенных изданиях данный термин звучит как «управление стоимостью» (например, указанные выше работы Т. Колера, Т. Коупленда, Дж. Муррина «Стоимость компаний: оценка и управление», С. В. Валдайцева «Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия»). Однако «обозначение *VBM* как “управления стоимостью” подменяет смысл указанной концепции, так как меняются местами управляющий и управляемый объекты: *VBM* обозначает, что управляют не стоимостью компании, а, наоборот, оценка стоимости является основой для управления компанией»<sup>10</sup>.

Основным постулатом данной концепции менеджмента является то, что стоимость компании – это база для принятия управленческих решений. При этом, по нашему мнению, в качестве цели деятельности компании может быть избрана не только стратегия наращивания ее стоимости, но и другие стратегии. Разделение целей деятельности компании и основы для управления этой деятельностью позволяет устранить указанное противоречие.

Ориентация управления на показатели роста стоимости предприятия предполагает четкое определение данного понятия. Именно в многомерности понятия «стоимость» и

сложности оценки этой стоимости заключается основная «слабость» стоимостной аналитики и управления на ее основе. Например, А. Дамодаран отмечает, что «оценка не является наукой... и не является объективным поиском истинной стоимости. Используемые при оценке [стоимости] модели, возможно, относятся к количественным, однако входные данные оставляют много простора для субъективных суждений. Соответственно, итоговая стоимость, полученная при помощи определенной модели, будет отмечена влиянием привнесенных в процесс оценки предубеждений»<sup>11</sup>.

Для дальнейшего построения рассуждений необходимо уточнить, что понимается под стоимостью и что является объектом управления на основе стоимости – компания, бизнес, величина собственного или инвестированного капитала и т. д.

В научной литературе и нормативно-правовых актах выделяют множество видов стоимости: рыночная, историческая, справедливая, или обоснованная (fair value), инвестиционная, внутренняя, или фундаментальная, и т. д.

Некоторые авторы ограничиваются тем, что приводят определения различных видов стоимости (например, Ю. В. Козырь<sup>12</sup>). При этом большинство определений берут из различных стандартов и нормативно-правовых актов. Другие исследователи предпринимают попытки структурировать различные «стандарты» и «виды» стоимости и свести их в единую систему.

На наш взгляд, основой любого стандарта стоимости являются два фактора, лежащие в его основе. Прежде всего, это информационная база, а также цель ее определения (которая увязана с тем, в интересах кого определяется стоимость). Далее представлена схема, на которой отражены заинтересованные в определении стоимости компании стороны и соответствующая им информационная база (рис. 1).



Рис. 1. Виды стоимости и информационная база их определения.

Основное отличие второй группы заинтересованных сторон от третьей состоит в том, что во второй группе представлены инвесторы, только планирующие осуществление инвестиций в компанию, а в третьей группе – инвесторы, уже осуществившие инвестиции в компанию (собственники компании). Информационная база, на которой эти две группы будут строить свои расчеты относительно стоимости, отличается на такой существенный пласт информации, как, например, данные внутреннего управленческого учета.

Если все указанные виды стоимости проиллюстрировать с точки зрения наращивания информационной базы, то видно, что наиболее полной информационной базой обладает внутренняя стоимость компании (рис. 2). При этом три остальных вида стоимости определяются извне.

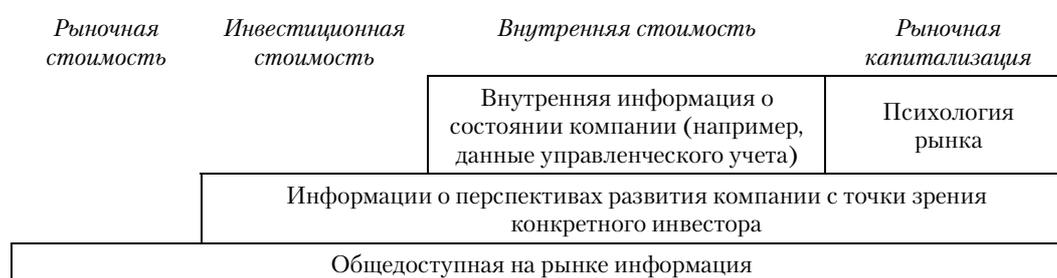


Рис. 2. Информационная база определения стоимости.

На важность информационной базы при определении стоимости указывается в работе А. Дамодарана: «Цены на рынке движутся на основе информации о фирме... Внимание “торговца на информации” сосредоточено на связи между информацией и изменением стоимости, а не на стоимости самой по себе»<sup>13</sup>.

О существовании нескольких стандартов стоимости указывается и в работе С. В. Валдайцева<sup>14</sup>. Автор выделяет стандарт обоснованной рыночной стоимости, обоснованной стоимости, инвестиционной стоимости и внутренней (фундаментальной) стоимости.

Описание информационной базы определения стоимости (см. рис. 2) в некоторой степени соответствует классификации, приведенной в работе С. В. Валдайцева. Основное существенное различие состоит в наличии стандарта обоснованной стоимости, который формируется в условиях равной информированности конкретного продавца и покупателя. Данный стандарт, на наш взгляд, наиболее применим при определении стоимости бизнеса для целей осуществления сделки его купли-продажи. При этом на величину стоимости, по которой может быть осуществлена сделка, будут оказывать влияние не только внутренние характеристики компании и рыночные факторы, но и условия совершения этой сделки. Так как эти условия во многом зависят от каждого конкретного случая, то ориентация менеджеров в управлении компанией на данный стандарт стоимости представляется достаточно затруднительной – предугадать структуру и характеристики заключаемой в будущем сделки практически невозможно, кроме тех случаев, когда она спланирована заранее.

Выбирая в качестве основной системы менеджмента ориентацию на стоимость, необходимо отдавать себе отчет в том, на максимизацию какой стоимости направлены действия менеджеров.

В своей работе менеджеры компаний со стоимостной системой менеджмента могут ориентироваться только на два из перечисленных четырех «стандартов» стоимости:

- на внутреннюю стоимость, так как она определяется менеджерами на основе в том числе внутренней информации;
- на рыночную капитализацию компании, так как информация о ней имеется в открытом доступе.

Данные о рыночной стоимости, определяемой аналитиками, и инвестиционной стоимости, определяемой с учетом ожиданий сторонних инвесторов, чаще всего недоступны менеджерам компании, которые формируют стратегию ее развития.

Таким образом, действия менеджеров могут быть направлены на увеличение либо внутренней стоимости компании, либо ее рыночной капитализации.

Все компании в зависимости от того, на увеличение какой стоимости направлены действия менеджеров, можно разделить на три группы, т. е. компании, избравшие модель:

- стратегического развития ключевого бизнеса;
- развития нескольких ключевых направлений в рамках холдинга;
- развития по типу инвестиционного фонда.

Характеристика компаний в зависимости от избранной стратегии роста приводится в следующей таблице.

**Характеристика компаний в зависимости от избранной стратегии роста**

Позиции	Развитие ключевого бизнеса	Развитие нескольких ключевых направлений в рамках холдинга	Развитие по типу инвестиционного фонда
1	2	3	4
Вид максимизируемой стоимости	Внутренняя	Внутренняя	Рыночная капитализация
Общая характеристика	Реализация идей и целей собственника-основателя (часто совмещается позиция менеджера) по ключевому бизнесу, по которому имеются компетенции	Реализация выгод от стратегии диверсифицированного роста	Покупка долей в компаниях по принципу инвестиционной привлекательности с целью выгодной продажи
Примеры по российскому рынку	КБК комбинат «Черемушки», концерн «Лебедянский», концерн «Калина», Магнитогорский металлургический комбинат	Стальная группа «Мечел», ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат», АО «Северсталь», РАО ЕЭС, «Связьинвест», ТНК-ВР, «Евросеть», планируется группа на базе «Вимм-Билль-Данн»	«Интеррос», Альфа-групп, Millhouse Capital, «АФК Система», компания «Базовый элемент»

Окончание таблицы

1	2	3	4
Ключевые факторы успеха	Предпринимательский талант, лидерские качества, инновации	Природные и административные ресурсы, синергетические эффекты объединения бизнесов	Интеллектуальный капитал (навыки по отбору проектов, предпродажной подготовке, выбору момента выхода из бизнеса – пересмотр портфеля)
Компетенции топ-менеджеров	Понимание бизнеса и отрасли, инновационная стратегия	Понимание ряда бизнес-направлений, финансовая стратегия по организации в целом для активизации синергетических эффектов	Финансовая аналитика по группе компаний, финансовые стратегии в рамках бизнес-единиц

Таким образом, принятый в компании показатель стоимости, который необходимо максимизировать, может пониматься и трактоваться по-разному в зависимости от специфики деятельности компании.

Необходимо отметить, что любой показатель результатов деятельности компании имеет свою область применения, которую следует определить. Перед тем как описывать и сравнивать те или иные показатели результатов деятельности компании, нужно выяснить, в каком случае те или иные показатели являются актуальными (приемлемыми, допустимыми) для организации.

На сегодняшний день основным объектом управления в компаниях является *бухгалтерская прибыль* и основанная на ней рентабельность. Некоторые авторы отмечают, что эти показатели обладают рядом существенных недостатков. Такого мнения придерживаются, например, Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Муррин в работе «Стоимость компаний: оценка и управление». Авторы критикуют модель бухгалтерской прибыли и за то, что в ней не учитывается влияние инвестиций, необходимых для создания прибыли, и время их осуществления. В бухгалтерском методе внимание уделяется показателям уровня продаж и прибыли, но не объему инвестированного капитала и времени, когда он был инвестирован<sup>15</sup>.

Другие исследователи указывают даже на то, что системы, ориентированные на управление бухгалтерской прибылью и рентабельностью, остановились в своем развитии где-то в 1925 г. К этому моменту уже были сформированы все основные инструменты данной системы, используемые на многих предприятиях по сей день: бюджетирование, расчет себестоимости по методу «стандарт-кост», трансфертное ценообразование, модель Дюпона и т. д.<sup>16</sup> При этом управление компанией сводится фактически к управлению отчетом о прибылях и убытках, в результате чего основное внимание менеджеров обращено на затраты, поиск путей и способов их сокращения.

Еще один недостаток, на который указывают авторы<sup>17</sup>, заключается в том, что показатель бухгалтерской прибыли мало о чем говорит большей части сотрудников компании, поэтому им трудно уловить связь между результатами своего труда и цифрами в отчетах о прибылях и убытках, что снижает мотивированность труда и отрицательно сказывается на его производительности.

По нашему мнению, однозначная и односторонняя критика модели бухгалтерской прибыли является необоснованной, так как «любые индикаторы, их оценки и обобщающие модели, в которых они используются, являются в определенной степени субъективными»<sup>18</sup>. Любой показатель (или система показателей), выбранный в качестве цели деятельности или основы для управления компанией, будет обладать рядом недостатков, что, однако, не лишает его и определенных достоинств.

Данная точка зрения подтверждается мнением следующих авторов.

Д. Л. Волков отмечает, что «показатель результатов деятельности должен, прежде всего, соответствовать определенной стадии развития (жизненного цикла) организации. Создание и рост ценности компании для акционеров в качестве главенствующей цели реально актуализируются только на определенной стадии развития, как организации, так и ее внешнего окружения»<sup>19</sup>. Автор приводит схему<sup>20</sup> финансовых целей и показателей результатов деятельности, согласно которой стоимостные показатели становятся основным ориентиром в деятельности компании только на последних ступенях (стадиях) ее развития. На первых ступенях (стадиях) развития фирма ориентируется на показатели прибыли и рентабельности – сначала рентабельности продаж, а затем активов и капитала. И только после того как компания достигает определенных успехов по указанным показателям, по мнению автора, можно уже говорить о стоимостных показателях как основе управления компанией.

Таким образом, в деятельности компании невозможна ориентация исключительно на стоимость. Для того чтобы было возможно применение ценностно-ориентированного менеджмента, компания должна достигнуть определенных результатов в своей предыдущей деятельности. Однако, по нашему мнению, ориентация на показатели прибыли и рентабельности в первые периоды функционирования компании вовсе не «мешает» преследовать цель наращивания стоимости компании. Это видно из того, что при построении лестницы финансовых целей компании автором принималась во внимание необходимость учета долгосрочных перспектив (одна из основных предпосылок ценностно-ориентированного менеджмента), а также роста капиталоемкости бизнеса, что говорит о том, что ориентация на показатели прибыли и рентабельности также приводит к росту капиталоемкости и, следовательно, стоимости бизнеса. Автор указывает на то, что главное отличие VBM-показателей от традиционных бухгалтерских состоит в том, что они «призваны сигнализировать об изменении ценности<sup>21</sup> для поставщиков капитала (прежде всего собственников, акционеров) за отчетный период».

По нашему мнению, данная точка зрения является абсолютно справедливой: противопоставление показателей бухгалтерской прибыли и стоимостных показателей не совсем верно, так как большинство стоимостных показателей (например, самый распространенный из них, EVA<sup>22</sup>) рассчитывается также на основе данных бухгалтерского учета. Основное отличие бухгалтерских показателей и стоимостных показателей состоит в цели, которой они служат. Например, в качестве цели использования показателя EVA указывается, что «EVA – это метод, способствующий интеграции процесса принятия внутренних решений и максимизации акционерной стоимости»<sup>23</sup>, в то время как бухгалтерские показатели представляют собой «систему показателей об имущественном и финансовом положении хозяйствующего субъекта, а также финансовых результатах его деятельности за отчетный период...»<sup>24</sup>.

На существование различных видов оценок (бухгалтерских, фискальных, кредитных, рыночных и т. д.) указывается в работе В. Я. Соколова. Автор отмечает, что «известная множественность оценок происходит из различий в самом восприятии фактов хозяйствен-

ной жизни субъектами, дающими оценки, проводящими измерения с различными целями, различными способами. Так, бухгалтерский учет, рассматривая и измеряя факты хозяйственной жизни, создает бухгалтерские факты, другие отрасли науки, например статистика – статистические... При этом каждый из этих фактов не противоречит остальным и не исключает их, поскольку сама действительность не зависит от наших взглядов на нее»<sup>25</sup>.

В заключение сделаем вывод о том, что различные показатели можно использовать в качестве основы для управления компанией, вместе с тем цели этого управления могут различаться. Подчеркнем, что достаточно распространенный в настоящее время стоимостной подход к управлению компанией, как было показано выше, не исключает ориентации на показатели бухгалтерской прибыли и рентабельности. Следовательно, при принятии решений на основе изменения величины стоимости компании будут учитываться и другие показатели, характеризующие ее деятельность, а сам показатель стоимости будет использоваться как основа для управления с учетом особенностей, описанных в таблице.

---

<sup>1</sup> Ковалев В. В. Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью: Учебно-практическое пособие. М., 2007. С. 3.

<sup>2</sup> Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. СПб., 2006. С. 15.

<sup>3</sup> Царев В. В., Канторович А. А. Оценка стоимости бизнеса: Теория и методология. М., 2007. С. 12.

<sup>4</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. 3-е изд. / Пер. с англ. М., 2006. С. 9.

<sup>5</sup> Rappaport A. Creating Shareholding Value: The New Standard for Business Performance. New York, 1986.

<sup>6</sup> Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 2-е изд. / Пер. с англ. М., 2002.

<sup>7</sup> Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании: Практика российских предприятий. М., 2007. С. 23.

<sup>8</sup> Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. М., 2001.

<sup>9</sup> Козырь Ю. В. Особенности оценки бизнеса и реализации концепции VBM. М., 2006.

<sup>10</sup> Волков Д. Л. Указ. соч. С. 17.

<sup>11</sup> Дамодаран А. Указ. соч. С. 2.

<sup>12</sup> Козырь Ю. В. Стоимость компаний: оценка и управленческие решения. М., 2004. С. 9–11.

<sup>13</sup> Дамодаран А. Указ. соч. С. 11.

<sup>14</sup> Валдайцев С. В. Указ. соч. С. 30.

<sup>15</sup> Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж. Указ. соч. С. 93.

<sup>16</sup> Оливье Н.-Г., Рой Ж., Ветер М. Оценка эффективности деятельности компании: Практическое руководство по использованию сбалансированной системы показателей / Пер. с англ. М., 2004. С. 32.

<sup>17</sup> Там же. С. 33.

<sup>18</sup> Ковалев В. В. Указ. соч. С. 6.

<sup>19</sup> Волков Д. Л. Указ. соч. С. 207.

<sup>20</sup> Там же. С. 209.

<sup>21</sup> Там же. С. 210.

<sup>22</sup> Следует отметить, что показатель EVA применяется не только в качестве показателя результатов деятельности компании. Данный показатель, кроме того, лежит в основе одной из моделей, применяемых в оценке бизнеса, наряду с моделями ROV (real option value) и EBO (Edwards-Bell-Olhson). Рассмотрение подходов, методов и моделей, используемых в оценке бизнеса, выходит за рамки обозначенной тематики.

<sup>23</sup> Stern J., Stewart B. Stern Stewart EVATM roundtable. 1998 (<http://www.blackwellpublishing.com/journal.asp?ref=1078-1196&site=1>).

<sup>24</sup> Ковалев В. В., Ковалев Вит. В. Финансовая отчетность. Анализ финансовой отчетности: Основы балансоведения: Учеб. пособие. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2005. С. 16.

<sup>25</sup> Соколов В. Я. Теоретические начала (основы) двойной бухгалтерии. СПб., 2006. С. 61.

Статья поступила в редакцию 28 февраля 2008 г.