

3.18. АНАЛИЗ ТЕОРИИ И МЕТОДОЛОГИИ СТОИМОСТНОГО ПОДХОДА К УПРАВЛЕНИЮ КОМПАНИЕЙ

Астраханцева И.А., к.э.н., доцент кафедры
экономики и организации предприятия

*Ивановский государственный
энергетический университет им. В.И. Ленина*

В статье проводится анализ этапов развития финансового менеджмента. Доказывается начало нового этапа развития науки и обосновываются задачи, стоящие в настоящее время в управлении финансами. В статье показаны различные подходы к теории фирмы, целевых функций компании, а также различие стоимостных метрик. Дается обоснование взаимосвязи этих концептуальных подходов и предлагается более широкий подход к управлению компанией.

Трудно представить, что еще в начале XX века люди не знали, что такое телевизор, автомобиль или компьютер. XX был веком научных открытий и достижений, положил начало новой эры, более технологичной. Новое тысячелетие предъявляет новые требования к функционированию компаний. Высокая динамичность, взаимозависимость, технологическая оснащенность, всемирная информатизация требуют коренного пересмотра концепций, подходов, принципов, финансовых стратегий в управлении компанией.

Абсолютная вера во всемогущество «технологической рациональности» в управлении финансами компании отходит в прошлое, уступая место новым экономическим подходам. «Технократическое алиби», согласно которому в современном высокоспециализированном мире нет места вмешательству интуиции, больше не работает: сегодня успех любой деятельности определяется не только наличием самой современной техники, но и индивидом [3, с. 14].

В условиях новой истории, новой экономики нужны новые подходы и стратегии управления стоимостью компании, позволяющие находить «точки роста» компаний у истоков (анализируя причины), а не пытаться управлять следствиями (создавая мультипликативные модели на основании исторических финансовых показателей). Такой подход позволяет успешно управлять постоянно изменяющейся внешней средой.

Ввиду динамичности внешнего окружения компании работать на базе структур (функциональный менеджмент) и даже процессов (процессный менеджмент) становится неэффективно, так как процессы моментально устаревают. Поэтому выбор необходимо сделать в пользу управления финансами компании на базе методов, нехватка которых в настоящее время ощущается в финансовом менеджменте.

Актуальность пересмотра основных взглядов на управление стоимостью компании можно также подчеркнуть следующими фактами.

1. Глобализация – взаимосвязь всех элементов мировой системы ввиду отсутствия границ для финансового капитала. Учащающиеся мировые кризисы, охватывающие все национальные экономики. В мире глобализации время и пространство оказались практически аннулированными. Нужны новые подходы в связи с новой реальностью нового тысячелетия.
2. Классические теории финансового менеджмента, основанные на концепции идеальных рынков, не могут объяснить

крахи на фондовых рынках или предсказать появление кризиса. Теории основаны на статическом понимании как компании, так и экономики в целом. Основная цель этих концепций – стремление к статическому равновесию компаний и экономики. Но оба этих элемента системы не стремятся к равновесию, они стремятся к эволюционному развитию, т.е. к динамическому равновесию. А в классическом подходе финансового менеджмента игнорируется динамичность развития всех социально-экономических процессов.

3. Развитие новых междисциплинарных знаний (синергетика, теория хаоса, геометрия фракталов) открыли новое понимание теории финансового менеджмента.

Таким образом, актуальность темы исследования требует существенных изменений в теоретико-методологической базе изучаемого вопроса и разработки новых подходов к управлению стоимостью компаний.

Проблема управления стоимостью компании возникла в финансовом менеджменте более 80 лет назад, когда И. Фишер в 1930 г. доказал, что максимизация стоимости компании является лучшим способом разрешения конфликтов интересов (между собственниками, менеджерами и кредиторами). В 1967 г. Ф. Модильяни и М. Миллер доказали, что стоимость компании зависит от суммы денежных потоков, которые можно получить от владения предприятием. В начале 1990 г. компании McKinsey Co и Stern Stewart разработали методики применения стоимости компаний для целей управления корпорациями. Однако несмотря на такую историческую хронологию и давность, проблема управления стоимостью компании не только актуальна в настоящее время, но и приобрела особую новизну.

Мировой кризис в 2008 г. вызвал достаточно серьезные финансовые затруднения у многих компаний (снижение деловой активности, спад производства, накопление убытков и банкротство). Не только малые и средние компании, но и крупные фирмы столкнулись с финансовыми трудностями. Выросло количество финансовых обязательств, по которым многие компании не могут обеспечить платежи. В результате инвестиционная привлекательность компаний, а значит, и их стоимость, снизилась.

В эпоху кризисов на первый план выходят проблемы выживания компаний. Эти задачи решаются путем рационального использования денежных ресурсов, оптимизации структуры затрат, имущества, величины собственного и заемного капитала. Перед многими компаниями встает проблема дефицита финансовых ресурсов, а также высокие расходы на обслуживание привлеченного капитала. Существующие подходы к управлению активами, капиталом, финансами не обеспечили оптимизации структуры капитала и оптимального управления денежными потоками. Несмотря на кажущуюся разработанность финансовых стратегий в экономической науке, многие компании, особенно малого и среднего бизнеса, оказались на грани банкротства.

В настоящее время в экономической науке [4, с. 13] выделяется четыре этапа развития финансового менеджмента (Бланк И.А., Ковалев В.В., Старкова Н.А. и др.). По мнению автора, с 2008 г. наступил пятый этап развития финансового менеджмента. Это связано с тем, что процесс мировой финансовой глобализации потянул за собой понятие «мировые глобальные кризисы», которые в последнее время имеют тенденцию к более высокой частоте и короткой длине волны.

Исчезновение границ для финансового капитала позволяет автору сделать вывод о том, что процесс глобализации завершен.

Таблица 1

ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

№	Этапы	Решены задачи	Новые задачи следующего этапа
1	Этап 1 (1890-1930 гг.)	Определены источники и формы привлечения капитала в процессе создания и развития бизнеса. Рассмотрены формы объединения компаний. Сформирована система рейтинговой оценки облигаций и акций. Разработана система основных индикаторов состояния и динамики конъюнктуры финансового рынка (индекс Ч. Доу)	Развитие технического анализа конъюнктуры фондового рынка. Формирование методов и показателей оценки рыночной стоимости основных финансовых инструментов. Унификация процедур ведения торгов
2	Этап 2 (1931-1950 гг.)	Формирование системы методов углубленной диагностики и критериев интегральной оценки финансового состояния предприятий (коэффициентный анализ, унификация основных стандартов отчетности). Формирование основных этапов антикризисного управления (формы и методы санации, банкротства). Унификация основных инструментов финансового рынка. Разработка основных методологических принципов оценки финансовых инструментов с учетом фактора риска	Разработка математического аппарата, обосновывающего формирование портфеля инвестиций. Исследование финансовых аспектов слияния и поглощения компаний. Формирование условий равного доступа к информации, обеспечение прозрачности финансового рынка. Оптимизация методов финансирования источников активов
3	Этап 3 (1951-1980 гг.)	Обоснование цели деятельности компании. Выявлены условия эффективного формирования портфеля финансовых инвестиций. Разработаны методологические подходы и методический аппарат оценки рыночной стоимости финансовых активов. Разработана методология оценки стоимости собственного и заемного капитала, методы управления структурой капитала. Сформированы основы дивидендной политики в соответствии с главной целью финансового менеджмента. Разработаны стратегии управления оборотными активами компании и методы оптимизации каждого вида оборотного актива. Сформированы методологические основы финансового планирования и бюджетирования	Интеграция теоретических положений и концепций разных школ. Совершенствование методов фундаментального анализа конъюнктуры финансового рынка. Разработка новых финансовых инструментов и технологий в сфере управления финансами компаний. Развитие информационных технологий. Совершенствование методов оценки производных ценных бумаг
4	Этап 4 (1981-2008 гг.)	Консолидация основных концептуальных подходов к управлению финансами компании. Обоснование принципов и моделей финансового обеспечения устойчивого роста компании. Интеграция теории и методологии финансового менеджмента со смежными науками. Совершенствование методов управления рисками	Разработка новых концептуальных положений финансового менеджмента в условиях глобализации. Разработка финансовой методологии динамического целого взамен методологии статических частей. Создание нового математического аппарата для рынка капитала, позволяющего предсказывать долгосрочные и краткосрочные тренды
5	Пятый этап (с 2008 года по настоящее время)	Теория когерентного рынка. Гипотеза фрактального рынка. Непараметрическая методология анализа временных рядов	-

Начался новый этап развития истории, который будет характеризоваться более концентрированным проникновением процесса глобализации во все сферы экономической, политической, социально-культурной жизни общества. Новому этапу истории необходимы новые подходы к финансовому управлению компанией. Именно поэтому автором выделяется новый этап развития финансового менеджмента.

Выделим основные этапы развития финансового менеджмента как науки, решенные проблемы каждого этапа, а также задачи, которые ставились перед следующим этапом развития. Результаты анализа отобразим в виде табл. 1.

В настоящий момент можно выделить следующие нерешенные проблемы и задачи, стоящие перед финансовым менеджментом на этапе 5.

- Создание методологии финансового менеджмента, основанной на динамическом, а не статическом равновесии систем. Несовершенство господствующей базовой концепции финансового менеджмента (концепции идеальных рынков и гипотезы эффективности рынков, основанные

на неоклассической теории фирмы), а также их повышенная степень абстрактности представляет собой серьезную методологическую проблему. Это направление базируется на допущении статичности рынка и фирмы, а также на линейном прогнозировании и моделировании событий. Практика современной экономической действительности показывает узость данного представления.

- Разработка методик прогнозирования перспектив компании, основанных на нелинейном динамическом моделировании; Несовершенство математического аппарата теории рынка капитала (нормальное распределение, стандартное отклонение, дисперсия) доказано практикой во время кризисов. Первостепенной целью во время финансовых кризисов является вывод компании из критического состояния, а также восстановление ее деловой активности бизнеса. Возникла объективная необходимость адекватного моделирования финансовой деятельности компании на основе нелинейных детерминированных моделей прогнозирования. Линейные детерминированные и факторные модели в период кризиса, а также в период быстроизменяющейся внешней среды не успевают адекватно и точно отображать финансовые процессы и управлять стоимостью компаний. В качестве доказательства можно привести банкротства

- финансовых институтов, вызванных резкими колебаниями курсами валют, ценных бумаг.
- Интеграция в концептуальные подходы финансового менеджмента подходы новых междисциплинарных наук и теорий (синергетики, хаоса, фракталов и др.), которые позволяют объяснить неравновесность рынка, несбалансированность спроса и предложения, стихийного бегства капитала, а также спрогнозировать и выявить тренды.

- Разработка системы измерения стоимости компании с точки зрения новых теорий, основанной на динамических, а не статических показателях. Необходимость применения для нелинейных динамических структур непараметрической статистики, которая не делает предварительных предположений о форме изучаемых распределений вероятностей.

Таблица 2

ОСНОВНЫЕ КОНЦЕПЦИИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ КОМПАНИИ

№	Название концепции	Сущность концепции	Ограничения концепции
1	Технологическая или неоклассическая (В.М. Гальперин, А. Смит, А. Маршалл, Дж. Хикс, Дж. Робинсон, Й. Шумпетер [2])	Основное внимание в компании уделяется ресурсам, технологии, производственному процессу, выявлению зависимости финансового результата от цен на входящие ресурсы. Целевой критерий – максимизация прибыли	Не ставится вопроса о возникновении компании. Используется допущение, что ресурсы для отдельно взятой фирмы не ограничены. Исходит из концепции идеальных рынков. Фирма рассматривается как «черный ящик». Компания трактуется как аналог домашнего хозяйства
2	Неоинституциональная теория фирмы (Р. Коуз (1991) и Д. Норт (1993), О. Уильямсон [4])	Реально действующими «актерами» социального процесса признаются не группы или организации, а индивиды. Обладание ограниченной информацией может минимизировать не только материальные издержки, но и интеллектуальные усилия. Выделяется и акцентируется понятие трансакционных издержек. Теория связана с теорией агентских отношений. Целевой критерий – минимизация издержек	Игнорируется технологический фактор фирмы, а также предпринимательской инициативы. Не рассматривается проблема вертикальной и горизонтальной интеграции Не объясняется институт банкротства.
3	Предпринимательская теория фирмы (Hisrich, Peters, Tropman, Morningstar, 1989)	Компания – сфера приложения предпринимательской инициативы и доступных ресурсов. Предприниматель – центральное звено бизнеса	Имеет ограниченную область исследования, так как не все компании являются предпринимательскими
4	Менеджеральная (управленческая) теория фирмы (Дж. Баумоль, Шипли, Уильямсон, Р. Маррис)	Оперативное управление осуществляют профессиональные менеджеры, а не собственники. Цель – максимизация объема продаж (выручки) и дохода менеджеров, а также темпов роста	Не учитываются издержки в качестве целевых функций
5	Поведенческая (бихевиористская) теория фирмы (Х.А. Саймон, И. Ансофф)	Рассматривает фирму как совокупность целей и интересов различных социальных групп (персонала, акционеров и т.д.). Главная задача – согласовать и сбалансировать цели всех групп	Не дает однозначных и устойчивых предсказаний экономического поведения
6	Агентская теория фирмы (Jensen, Meckling, 1976, Tirole, 1988)	Рассматривает компанию с точки зрения взаимоотношений собственника, менеджера и персонала	Стороны рассматриваются как противоположные. Нет единого способа коммуникаций между заинтересованными сторонами
7	Теория выживания (Айкс, Ритерман, 1994)	Компании в периоды кризисов не имеют возможности приспособиться к изменяющейся внешней среде. Цель компании – укрепление личного положения руководителя	Ограниченный взгляд на компанию с точки зрения экономического порядка
8	Интеграционная теория фирмы (Клейнер, 1997)	Попытка объединить все концепции теории фирмы. Предприятие – это относительно целостная, самостоятельная социально-экономическая система, интегрирующая во времени и пространстве процессы производства, реализации продукции и воспроизводства ресурсов. Основная цель – распределение ресурсов и усилий фирмы между наращиванием потенциала и его использованием	Нет единой стройной теории и целевого критерия
9	Теория игр (Дж. Саттон)	Каждая фирма ведет себя стратегически, то есть рассматривает различные сценарии развития событий. Использование математического аппарата теории игр	Не рассматривает причины возникновения компании и их роль в экономике
10	Эволюционная концепция фирмы (Nelson, Winter, 1982; Макаров, 1997; Уинтер; Л. Магнусон; Д. Ходжсон; У. Витт; И. Шумпетер и др.)	Системное представление о компании как о части социально-экономической формации и о субъекте, обладающем собственными правилами. Экономические процессы рассматриваются как спонтанные, открытые и необратимые	У предприятия нет единого критерия оптимальности принимаемых решений. Он носит индивидуальный характер. Не рассмотрены вопросы ликвидации компании

Важной чертой современного этапа финансового менеджмента является ее углубляющаяся специализация. Концептуальные подходы и направления имеют определенную и достаточно узкую специализацию, обусловленную методологическими особенностями. По мере же нарастающего отклонения от этой идеальной модели рынка капитала становятся более весомыми достоинства новых методологических подходов.

Мировая экономика в настоящее время представляет собой глобальную детерминированную структуру. Но тем не менее детерминированность на макроэкономическом уровне оставляет за собой право локальной случайности процессов, идущих на микроэкономическом уровне. Компании являются структурообразующим элементом современной рыночной экономики. С одной стороны в компаниях происходит объединение материальных, трудовых, финансовых и информационных ресурсов для получения новых товаров, работ, услуг. С другой стороны, они являются местом сосредоточения сил трудоспособного населения страны и реализации знаний, навыков, умений и технологий. Исходя из многообразия функций компаний, можно говорить о том, что они удовлетворяют социальные и экономические потребности общества.

В настоящее время можно выделить следующие основные концепции функционирования компании (табл. 2).

Таким образом, каждая из концепций рассматривает компанию лишь в одном направлении его деятельности, не затрагивая или мало касаясь других взаимосвязанных социально-экономических процессов. Используя более общий и широкий подход к управлению компанией, все эти теории представляют часть единого подхода. Экономические процессы детерминированы на глобальном уровне и являются спонтанными и стохастическими на локальном уровне. Однако у каждого субъекта экономических отношений эти уровни разные.

Трудности признания истинности многополярной точки зрения на теории фирм можно связать с консерватизмом научного мышления и распространением равновесной парадигмы, которая привлекательна с точки зрения строгости математического аппарата.

Теория нелинейных систем и теория хаоса, теория синергетики и фракталов, новейшие симуляционные

методы предлагают подобный инструментарий для моделирования открытых систем.

Интеграция наук, новые междисциплинарные знания расширяют взгляд на управление компанией. Высокий динамизм изменений, большая гибкость и приспособляемость социально-динамических структур открывает широкие возможности для эмпирического анализа.

Компания – это нелинейная динамическая социально-экономическая система, относящаяся к типу эволюционирующих систем, основанная на обороте финансового капитала, обладающая свойством изменения стоимости на основе выполнения функции качественного и количественного преобразования всех видов ресурсов (рис. 1).

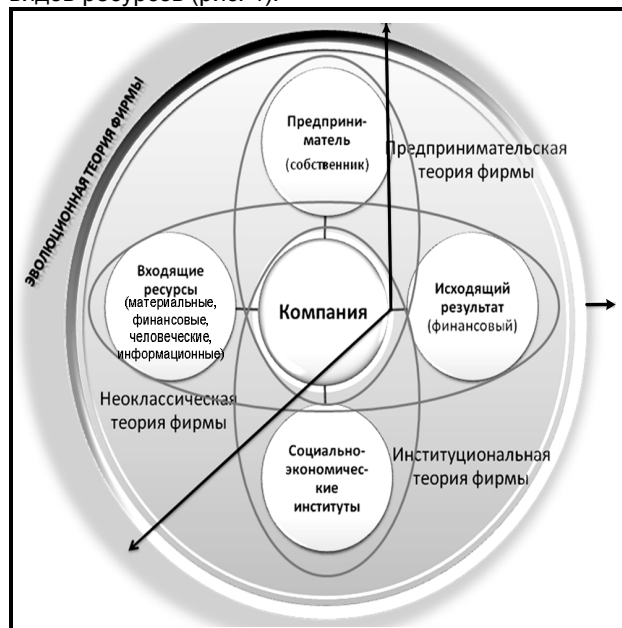


Рис. 1. Понятие компании

С развитием микроэкономической теории менялись подходы к определению главной цели деятельности компании. Автором выделены основные целевые модели компании (табл. 3).

Таблица 3

ЦЕЛЕВЫЕ МОДЕЛИ КОМПАНИИ

№	Модель компании	Реализация модели	Недостатки модели
1	Модель максимизации прибыли (А. Курно, 1938 г., неоклассическая школа)	Модель реализуется при равенстве показателей предельного дохода и предельных затрат предприятия	1. Прибыль может быть вся израсходована в текущем периоде. 2. Не отражает эффективную дивидендную политику. 3. Возможен высокий уровень риска получения прибыли
2	Модель минимизации транзакционных издержек (Р. Коуз)	Модель реализуется при минимизации издержек, связанных с затратами по обслуживанию сделок на рынке	1. Экономия затрат не связана с развитием компании. 2. Внедрение модели вызовет рост «учетных» издержек
3	Модель максимизации объема продаж	Модель реализуется при максимизации деловой активности в рыночной среде. Выполняет также социальную миссию обеспечения потребности покупателей в товарах и услугах	1. Целевая функция не увязана с издержками. 2. Выбор потребителя является функцией многих факторов
4	Модель максимизации темпов роста предприятия	Модель реализуется при максимизации темпов роста операционной прибыли и основных пропорций распределения этой прибыли (максимизация прибыли, остающейся в распоряжении предприятия)	1. Возможно функционирование в условиях стабильного спроса на продукцию. 2. Не оценивает степень достаточности достигнутого уровня прибыли в текущем периоде
5	Модель обеспечения конкурентных преимуществ	Модель реализуется при взаимодействии всех сфер деятельности компании (маркетинга, производства, кадров, финансов), обеспечивает формирование избыточной прибыли компании	1. Конкурентное преимущество является сложно интегрируемым показателем. 2. Конкурентное преимущество можно поддерживать в краткосрочном периоде. 3. Характеризует предприятие только относительно одной отрасли

№	Модель компании	Реализация модели	Недостатки модели
6	Модель финансовой устойчивости	Модель реализуется при состоянии ее финансовых ресурсов, их распределения и использования, обеспечивающих развитие фирмы на основе роста прибыли и капитала при сохранении платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого уровня риска. Формируется в процессе всей деятельности и является главным компонентом общей устойчивости предприятия. Платежеспособность выступает внешним проявлением финансовой устойчивости	1. Связана с финансовой структурой компании. 2. Основой является обеспеченность запасов и затрат источниками формирования 3. Менеджеры являются основными действующими субъектами, а не собственники компании.
7	Модель максимизации добавленной стоимости (японская модель развития фирмы)	Модель реализуется при максимизации долгосрочного показателя добавленной стоимости, обеспечивает максимизацию интересов менеджеров и собственников компании, учитывает инвестиционные интересы фирмы	Целевой показатель вступает в конфликт с экономическими интересами покупателей
8	Модель максимизации рыночной стоимости (получила приоритетное развитие в США, Европе и Японии)	Особенности реализации модели: 1. Собственники – главные субъекты в системе экономических интересов компании. 2. Способствует росту других экономических субъектов. 3. Интегрирует цели и задачи эффективного функционирования подразделений фирмы. 4. Не имеет пределов роста из-за дополнительных показателей (имидж, синергия и др.). 5. Отражает краткосрочные и долгосрочные цели фирмы. 6. Наиболее полный показатель о результатах деятельности компании, охватывая все сферы деятельности. 7. Является критерием эффективности использования капитала. 8. Формирует мнение инвесторов о способности менеджеров управлять компанией	1. Статичность модели и целевой функции. 2. Множественность и неоднозначность VMB -показателей ¹

Таблица 4

МЕТРИКА СТОИМОСТНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КОМПАНИИ

№	Наименование показателя	Способ расчета	Экономический смысл показателя
1	Модель остаточной прибыли (Residual Income Model) А. Маршалл, Е. Фама, М. Миллер, Ф. Модильяни, Е. Эдвардса, П. Белл	Остаточная прибыль = Бухгалтерская прибыль - Капитал * Требуемая доходность	Стоимость компании зависит от факторов: • величины капитала; • фактической доходности на капитал; • требуемой доходности на капитал; • способности организации приходить доходность выше требуемой (спред результатов). Остаточная прибыль – это бухгалтерская прибыль за вычетом затрат на капитал
2	Остаточная операционная прибыль (Пинмен, Б. Стюарт, Дж. Грант, Коупленд, Кулер, Муррин, компания «Маккинзи»)	Остаточная операционная прибыль = (Чистая операционная прибыль + Налог на прибыль - Платный капитал) * ССК или Остаточная операционная прибыль = Активы * (Рентабельность активов - ССК)	Под капиталом понимаются активы за вычетом бесплатных обязательств, то есть активы, сформированные за счет платных источников (собственный и платный заемный капитал). Под прибылью понимается прибыль до уплаты процентов, но после уплаты налогов. В качестве требуемой доходности принимается ставка средневзвешенной стоимости капитала (ССК). Показывает способность организации приносить отдачу на активы выше требуемой
3	Остаточная чистая прибыль (Е. Эдвардс, П. Белл, Дж. Олсон, С. Пинмен, компания «Маракон ассосиэйтд»)	Чистая остаточная прибыль = П-СК * Ставка затрат на СК или Чистая остаточная прибыль = ЧП * (Рентабельность СК - Ставка затрат на СК)	Под инвестициями понимается балансовая стоимость собственного капитала (СК). Под прибылью понимается чистая прибыль (ЧП). Требуемая доходность – ставка затрат на собственный капитал. Характеризует чистый результат деятельности компании с точки зрения собственников. Показывает способность компании обеспечивать фактическую отдачу на собственный капитал выше требуемой владельцами

¹ Value based management, VBM, – управление, основанное на стоимости.

№	Наименование показателя	Способ расчета	Экономический смысл показателя
4	Остаточная прибыль, основанная на рыночных стоимостях (Г. Арнольд)	Остаточная прибыль, основанная на рыночных стоимостях = Экономический доход, основанный на рыночных стоимостях - ССК * Рыночная стоимость активов	При расчете экономического дохода и затрат на капитал используются рыночные стоимости. Под экономическим доходом понимается сумма свободного денежного потока и приростом рыночной стоимости активов. Под рыночной стоимостью активов понимается активы организации за минусом бесплатного финансирования
5	Добавленная экономическая стоимость (EVA) (компания «Штерн Стюарт», Б. Стюарт, Грант, К. Друри)	EVA = (Чистая операционная прибыль + Корректировки) - Ставка на капитал * (Активы + Корректировки)	Модификация остаточной операционной прибыли, при которой чистые операционные эффекты, капитал, затраты на капитал корректируются на капитальные эквиваленты. Под капитальными эквивалентами понимается приращение балансовой стоимости чистых активов, которые корректируются стоимостью этих активов, обусловленные существующими стандартами бухгалтерского учета. К ним относятся: <ul style="list-style-type: none"> • разница между отложенными налоговыми активами и обязательствами по налогу на прибыль; • корректировки на резерв ЛИФО; • корректировка на размер созданных резервов в соответствии с учетной политикой; • амортизация деловой репутации и величина непризнанной деловой репутацией (в результате слияние и поглощений); • капитализация научно-исследовательских и опытно-конструкторских разработок
6	Добавленная рыночная стоимость (MVA)	$MVA = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{\text{Прибыль}}{(1+k)^j}$ В качестве прибыли может быть остаточная прибыль, остаточная операционная прибыль, остаточная чистая прибыль. В качестве ставки дисконта k может быть требуемая доходность, ССК или ставка затрат на собственный капитал	Под показателем понимается дисконтированный поток остаточной прибыли. Возможен расчет в четырех вариантах, в зависимости от выбранного показателя остаточной прибыли (остаточная прибыль, остаточная операционная прибыль, остаточная чистая прибыль, EVA). В качестве ставки дисконта выбирается требуемая доходность, ССК или ставка затрат на собственный капитал также в зависимости от варианта определения показателя остаточной прибыли
7	Добавленная акционерная стоимость (Shareholder Value Added – SVA) (А. Раппапорт, компания «Лик/Алкар консалтинг групп»)	SVA = Дисконтированный чистый денежный поток + Дисконтированное изменение остаточной ценности на конец и начало периода	Изменение акционерной стоимости связывается с операционными и инвестиционными решениями в течение отчетного периода. Добавленная акционерная стоимость это сумма дисконтированного чистого денежного потока и дисконтированного изменения остаточной ценности на конец и начало периода. Чистый денежный поток – это разница между чистой операционной прибылью и приростом вложений (в чистые оборотные и внеоборотные активы). Остаточная ценность – ценность, создаваемая текущими активами в остаточном периоде времени, определяется как отношение чистой операционной прибыли к ССК
8	Денежная рентабельность инвестиций (Cash flow return on investment, CFROI) («Бостон консалтинг групп», Мадден)	CFROI = (Валовый денежный Поток + Остаточная стоимость активов) / Валовые инвестиции	Показатель измеряет ожидаемую отдачу от инвестиций на основе дисконтированных денежных потоков, является модифицированной версией внутренней нормы доходности (IRR). CFROI определяется по методике IRR применительно к существующим инвестициям. Если CFROI > ССК, то компания создает новую стоимость
9	Внутренняя стоимость или анализ дисконтированного денежного потока и (Intrinsic value, DCF analysis)	IV = Сумма дисконтированного денежного потока прогнозного периода + Дисконтированная стоимость компании в пост-прогнозный период	Внутренняя стоимость – это стоимость компании, определяющая как сумма дисконтированных денежных потоков прогнозного периода и дисконтированной величиной остаточной стоимости в постпрогнозный период
10	Добавленная денежная стоимость (Cash value added, CVA) («Бостон консалтинг групп»)	CVA = Чистый денежный поток - ССК * Чистые активы	Добавленная денежная стоимость – показатель характеризует величину остаточного денежного потока и определяется как разность между чистым денежным потоком и затратами на капитал. Чистый денежный поток – это сумма чистой операционной прибыли и бухгалтерской амортизации за вычетом экономической амортизации. Экономическая амортизация – это равномерные ежегодные отчисления, инвестированные в альтернативные вложения по ставке ССК (вычисляется по формуле аннуитета)
11	Общая акционерная отдача (Total shareholder return, TSR)	TSR = ((Цена акции на конец периода - Цена акции на начало периода) + Дивиденды) / Цена акции на конец периода	Общая акционерная отдача характеризует общую отдачу, получаемую акционером за время владения акциями при условии реинвестирования дивидендов в новые акции компании
12	Возврат акционерам (Returns to shareholders, RTS)	RTS = Ежегодный прирост капитала + Дивиденд	Возврат акционерам – это величина, показывающая сумму ежегодного прироста капитала и дивидендов
13	Общая отдача бизнеса (Total business return)	TBR = Стоимость компании на конец периода - Стоимость компании на начало + Свободный денежный поток	Общая отдача бизнеса показывает сумму изменения стоимости компании и свободного денежного потока за период

Концепция максимизации рыночной стоимости является доминирующей в настоящее время в стратегическом финансовом менеджменте. Она охватывает три стратегических аспекта.

1. Финансовая стратегия для создания стоимости компании.
2. Систему измерения стоимости (стоимостные метрики).
3. Управление стоимостью, которое охватывает управление компанией, систему оплаты труда, организационную культуру, структуры в компании и отношения между заинтересованными сторонами (менеджерами, акционерами, кредиторами).

Рассмотрим разработанность в экономической науке вопроса о системах измерения стоимости компании. Система показателей измерения стоимости сигнализирует изменение ценности финансового капитала собственников.

Существующее многообразие метрик результатов деятельности компании является результатом того, что крупные консалтинговые компании разрабатывают свой собственный продукт (**VMB**-показатель) и вкладывают средства в его продвижение. Показатель **EVA** зарегистрирован как торговый знак компании «Штерн Стюарт» и является самым популярным **VMB**-показателем в мире благодаря грамотной маркетинговой политике фирмы.

Кроме того, каждый из **VMB**-показателей страдает отсутствием потенциальной объективности при расчете стоимости капитала и других ключевых факторов стоимости. Еще одной потенциальной проблемой для каждого показателя является его понимание менеджерами и акционерами. Наконец, результаты от применения системы **VMB**-показателей должны превышать расходы на внедрение этой системы в компанию.

Несмотря на разные способы определения, стоимостные показатели на практике имеют схожую методологию и охват. Все они являются центром стратегического финансового планирования и вносят ценный вклад в повышении эффективности создания стоимости компании.

Однако внедрение системы, нацеленной на управление стоимостью, является непростой задачей ни в концептуальном плане, ни в ее практическом внедрении. Эта система не делает стратегическое планирование более предсказуемым. Кроме того, многие компании испытывают недостаток ресурсов или необходимости внедрения этой системы. Внедрение **VMB** – системы является дорогостоящим процессом, начиная с использования внешних консультантов, заканчивая вложениями в переподготовку персонала и поддержанием функционирования системы.

Изменение организационной культуры компании будет порождать у сотрудников страх, беспокойство и сопротивление. Поддержание функционирования стоимостной концепции также требует от компании волевых усилий, так как очень легко потерять фокус стоимости и вернуться на прежние способы управления компанией.

Таким образом, среди преимуществ внедрения **VMB**-системы являются следующие.

1. Обеспечивает понимание внутренних и внешних пользователей, оперирующих едиными стоимостными показателями.
2. Является мощным инструментом сравнительного анализа конкурентоспособности компании.
3. Обеспечивает адекватное распределение ресурсов в пользу проектов, создающих стоимость, а не проектов, ее разрушающих.
4. Имеет положительный эффект на финансовую результативность компаний.
5. Является сильным стратегическим инструментом
6. Помогает сосредоточить управление на факторах стоимости.
7. Повышает ответственность подразделений за их вклад в создание стоимости.

К недостаткам **VMB**-системы можно отнести:

1. Различия в формах, методах и показателях осложняют внедрение системы.
2. Сложности в прогнозировании на уровне бизнес-единиц.
3. Существенные затраты на внедрение и поддержание системы.
4. Повышенная степень сложности расчета **VMB**-показателей.

5. Сложности перевода финансовых **VMB**-показателей в операционные показатели подразделений и сотрудников в частности.
6. Технические сложности точного измерения самих **VMB**-показателей.

Однако какой бы подход к измерению показателей компания бы не выбрала, основополагающие принципы системы, ориентированной на стоимость, остаются неизменными. Они начинаются с того факта, что собственный капитал имеет свою стоимость, а прибыль компания показывает после адекватного отражения финансово-хозяйственных операций в учете. Он служит напоминанием о том, что финансовый капитал получить не трудно, он доступен, но он стоит денег. Стоимостный подход к управлению компании возвращает владельцев в центр принятия решений. Это означает, что владельцы компании могут рассчитывать на инструмент, защищающий их от возможных конфликтов между собственниками и менеджерами. Таким образом, управление, основанное на стоимости, имеет потенциал соединить две стороны корпоративного управления (менеджмент и собственников) в более широком подходе к управлению.

Литература

1. Демсец Х. Еще раз о теории фирмы [Текст] / Х. Демсец // Природа фирмы. – М.: Дело, 2001.
2. Коуз Р. Природа фирмы [Текст] / Р. Коуз // Фирма, рынок и право. – М.: Дело, 1993. – С. 33-54.
3. Психология менеджмента [Текст]: сб. выступлений / пер. с итал. ННБФ «Онтопсихология». – М.: ННБФ «Онтопсихология», 2003. – 265 с.
4. Старкова Н.А. Финансовый менеджмент [Текст]: учеб. пособие / Н.А. Старкова; РГАТА им. П.А. Соловьева. – Рыбинск, 2007. – 174 с.
5. Business management success process management [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.valuecreationgroup.com/>
6. Management methods [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.valuebasedmanagement.net/>
7. Marakon strategy and general management consultants [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.marakon.com>
8. Stern Stewart & Co [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.sternstewart.com/>

Ключевые слова

Финансовый менеджмент; стоимость; компания; структура стоимости; социально-динамическая система; капитал, управление, основанное на стоимости.

Астраханцева Ирина Александровна

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы определяется тем, что в XXI в. главным становится не материальный, а интеллектуальный капитал. Управление результативностью приобретает стратегический характер. Целью стратегического финансового менеджмента является увеличение способности активов создавать возрастающую стоимость, превышающую среднерыночную величину. Недостаточная разработанность многих теоретических и методологических вопросов финансового менеджмента определили актуальность выбранной темы статьи.

Научная новизна и практическая значимость статьи заключается в обосновании автором новых задач, стоящих в настоящее время перед финансовым менеджментом, а также проблем в управлении финансами, которые невозможно решить, базирясь на традиционном классическом подходе финансового менеджмента (концепций идеального рынка, теории капитала и гипотезы эффективности рынка). В статье показаны различные подходы к управлению компанией, а также дана классификация стоимостных метрик в **VMB**-подходе. Выводы и предложения, изложенные в статье, теоретически обоснованы и имеют практическую значимость.

Заключение: рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к изданию.

Волкова И.О., д.э.н., профессор кафедры общего и стратегического менеджмента, заместитель директора Института проблем ценообразования и регулирования естественных монополий, Государственный университет – Высшая школа экономики.

3.18. ANALYSIS OF THEORY AND METHODOLOGY OF VALUE BASED MANAGEMENT APPROACH TO COMPANY

I.A. Astrakhantseva, Candidate of Science (Economic),
State Educational Institution of Higher
Professional Education

Ivanovo State Power University named after V.I. Lenin

In the article the analysis of the stages of financial management development is carried out. The beginning of a new stage in the development of the science is proved, and the objectives of the financial management are identified. The article shows various approaches to the theory of the firm, criterion functions of the company, and differences of value metrics. The interrelation of these conceptual approaches is substantiated, and a wider approach to company management is offered.

Literature

1. Psychology of Management: a collection of speeches / Translated from the Italian NNBF «Ontopsychology. – M.: NNBF «Ontopsychology, 2003 – 265 pp.
2. N.A. Starkova. Financial Management: Study Guide / Frame behalf of the PA Solovyov. – Rybinsk, 2007. – 174 pp.
3. H. Demsetz. Once again on the theory of the firm / Nature of the Firm. – M.: Case, 2001. – S. 270.
4. R. Coase. The nature of the firm / Firm, market and the right. M.: Case, 1993. S. 33-54.
5. www.valuebasedmanagement.net/
6. www.sternstewart.com/
7. www.valuecreationgroup.com/
8. www.marakon.com

Keywords

Value; business; company; value structure; socio-dynamic system; capital, financial management; value-based management.