

9.9. МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ПОВЫШЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ФИРМЫ И ДОСТИЖЕНИЯ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ

Тонких А.С., д.э.н., доцент, профессор кафедры
«экономика и менеджмент», ФГБОУ ВПО «Ижевский
государственный технический университет»;
Ионов А.В., к.э.н., ОАО «ФОРМЗ»,
генеральный директор;
Ионов С.А., аспирант, ФГБОУ ВПО «Ижевский
государственный технический университет»

Управление рыночной стоимостью является основополагающей концепцией современной теории менеджмента. Однако имеющиеся в арсенале менеджеров технологии управления не в полной мере отвечают потребностям в обеспечении роста стоимости. В настоящей статье представлен новый подход к управлению стоимостью, основанный на согласовании интересов акционеров и менеджеров фирмы. Описан механизм формирования стоимости предприятия и его связь с достижением баланса интересов. Представлен алгоритм разработки первоочередных мероприятий по обеспечению роста рыночной стоимости.

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время в России набирает силу процесс разделения функций владения и управления собственностью. Происходит отход от оперативного управления фирмой ее собственниками. Инвесторы стремятся диверсифицировать свои вложения. Это связано как со стремлением минимизировать свои риски, так и с ростом отдачи от базовых активов, сопровождаемого образованием свободных денежных потоков, требующих адекватного инвестирования.

Основной формой дохода собственников в этих условиях становится не заработная плата, а рост рыночной стоимости принадлежащих им активов. Кроме того, значительная часть инвестиционного сообщества – финансовые инвесторы, для которых любые виды вложений, не более чем, финансовые операции. Они инвестируют в активы с целью их продажи через некоторое время по максимальной цене. Следовательно, потребность в совершенствовании инструментария управления рыночной стоимостью возрастает.

Максимальный прирост рыночной стоимости возможен в случае, если в этом, помимо собственников, заинтересован менеджмент предприятия. Поэтому инструментарий управления стоимостью бизнеса должен учитывать, в том числе, интересы менеджеров фирмы. Можно утверждать, что определяющим фактором успешного управления рыночной стоимостью бизнеса является соблюдение баланса интересов акционеров и менеджеров предприятия, тогда как существующие подходы основаны на иных факторах стоимости.

Постоянное изменение рыночной ситуации и действие современных факторов развития экономики требует расширения арсенала аналитических инструментов, при помощи которых можно было бы не только оценивать стоимость бизнеса, но и управлять процессами увеличения его стоимости. В частности, практически не рассматривался вопрос о влиянии взаимоотношений между акционерами и менеджерами, их взаимной удовлетворенности достигнутыми результатами на стоимость предприятия.

Существующие методы управления стоимостью основаны, как правило, на регулярной оценке стоимости бизнеса и принятии на ее основе управленческих решений. Это существенно усложняет и удорожает процесс управления. По нашему мнению, необходим инструментарий, не подразумевающий регулярную оценку стоимости и позволяющий, при этом, разрабатывать мероприятия, приводящие к ее росту.

Многие из применяемых специалистами методов обладают необходимыми диагностическими свойствами в части выявления возможных проблем, но их оказывается недостаточно для адекватного воздействия на факторы стоимости, поскольку для их воплощения требуется механизм реализации, на который, как правило, акцент не делается. К тому же, постоянно изменяющиеся условия функционирования фирмы требуют уточнения критериев принятия управленческих решений.

Таким образом, работа посвящена разработке и обоснованию комплексного инструментария повышения рыночной стоимости фирмы, в основе которого лежит требование соблюдения баланса интересов собственников и менеджеров предприятия.

1. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

1.1. Рост благосостояния собственников как основа существования предприятия

Разнообразие целей бизнеса предопределяет многообразие мнений по поводу того, ради чего все же существует фирма. Осуществляя свою деятельность, фирма может ставить перед собой различные цели. Приоритет той или иной цели по-разному трактуется в рамках существующей теории фирмы. Наиболее распространено утверждение, что фирма должна работать таким образом, чтобы обеспечить максимальный доход ее владельцам. В целом, существуют следующие области максимизации – продажи, прибыль, темпы роста активов и богатство акционеров.

В основе максимизации прибыли лежит предположение классической экономической теории о том, что максимизация прибыли отдельных хозяйствующих субъектов ведет к максимизации всего общественного благосостояния, в том числе состояния владельцев компании. Однако такая цель не может удовлетворять большинство акционеров. Полученная высокая прибыль может быть полностью израсходована на текущие нужды предприятия. В результате фирма лишится возможности формировать финансовые ресурсы, достаточные для поддержания долгосрочного развития, что в будущем приведет к утрате достигнутых конкурентных преимуществ. Более того, получение наивысшей прибыли возможно лишь в условиях высокого уровня риска, в случае реализации которого неизбежно ухудшение результатов функционирования предприятия вплоть до банкротства. Поэтому условие максимизации прибыли может рассматриваться как не единственная, хотя и важная цель функционирования предприятия.

Акционеры – сторонники максимизации объемов продаж – обосновывают следующие доводы. Данный критерий отражает результаты деловой активности предприятия: чем выше продажи, тем выше усилия менеджеров по их достижению. Выручка от реализации показывает также, насколько востребована потребителями продукция предприятия, то есть характеризует конкурентоспособность предприятия, а значит и перспективы его деятельности.

Предполагается, что объем реализации, отражает, помимо названного, все положительные изменения, происходящие в компании, в том числе в сфере инноваций. Критерий максимизации продаж обосновывается еще и тем, что выражает интересы не только владельцев компании, но и ее менеджеров, которые отождествляют свое положение в обществе с размерами своего предприятия, а не с его доходностью.

Однако такая цель практически не увязана с экономией на издержках. Темпы затрат по обеспечению роста продаж продукции могут обгонять темпы роста доходов от реализации, что снижает норму прибыли и возможности формирования достаточных финансовых ресурсов. Поэтому по аналогии с прибылью объем продаж может выступать в качестве лишь одного из возможных критериев деятельности фирмы и не является всеобъемлющим показателем, выражающим главную цель деятельности фирмы.

В составе модели максимизации темпов роста активов, в отличие от предыдущих, присутствует представление о деятельности предприятия в динамике. При этом в качестве показателей, которые характеризуют данное явление, как правило, рассматривается изменение во времени величины активов предприятия, то есть чем больше приросли активы по сравнению с предыдущим периодом, тем успешнее работает предприятие. Впрочем, увеличение стоимости имущества фирмы не всегда сопровождается ростом эффективности. Так приобретение дополнительного оборудования не всегда приводит к увеличению прибыли или выручки, и в этом контексте максимизации стоимости активов не может рассматриваться как главный приоритет организации. Тем не менее, достоинство данной модели выражается в ее нацеленности на стратегическую перспективу, на обеспечение развития предприятия с течением времени и позволяет использовать ее в системе целей финансовой деятельности предприятия.

В основе подхода максимизации рыночной стоимости акций корпорации лежит предпосылка о том, что повышение благосостояния владельцев компании заключается не в росте текущих доходов в виде дивидендов, а в повышении рыночной цены акций. Учитывая широкое распространение этого подхода в современной рыночной экономике, а также то, что он упорядочивает соотношения всех других целей и гарантирует обеспечение компании капиталом в долгосрочной перспективе, его можно принять в качестве главной, хотя и не единственной цели деятельности фирмы. Однако не всегда инвесторов, особенно в России, интересует рост стоимости компании пусть в недалекой, но перспективе. Иногда значительную часть акционеров интересуют именно текущие дивиденды. Можно привести примеры из российской практики корпоративного управления, когда существенная часть прибыли предприятий направлялась на выплату дивидендов: «Сибнефть», «Северсталь» и др. К тому же, критерий максимизации цены акций применим лишь в условиях равнодоступности информации всем участникам рынка, но, как известно, информация асимметрична, что ограничивает повсеместное использование этой модели.

Наряду с максимизацией рассмотренных параметров, в качестве одного из критериев эффективности деятельности предприятия, может рассматриваться и минимизация транзакционных издержек. Эта модель базируется на том, что минимизация совокупных издержек фирмы снижает совокупные общественные издержки и тем самым увеличивает благосостояние общества. Под транзакционными издержками понимаются затраты по обслуживанию сделок на рынке. Однако экономия затрат может сдерживать развитие предприятия, так как под сокращение могут попасть издержки, которые потенциально существенно способствуют улучшению показателей деятельности. Например, расходы на стиму-

лирование сбыта, организацию информационного обеспечения сделок и т.п. В конечном итоге, минимизация транзакционных издержек может привести к сужению масштабов деятельности и другим негативным последствиям в долгосрочной перспективе. Отсюда, представленная модель рассматривается лишь как одно из направлений повышения результативности деятельности хозяйствующего субъекта.

Выше были описаны лишь основные критерии, которые рассматриваются в качестве главных целей деятельности предприятия. Однако фирма может руководствоваться и другими целями. Например, достижение финансовой устойчивости, пусть даже при небольшом доходе, ликвидность, высокий имидж, избежание банкротства и т.д.

Еще раз отметим, что максимизация богатства владельцев фирмы упорядочивает взаимоотношение всех других целей и гарантирует, что в длительной перспективе инвесторы будут обеспечивать компанию капиталом. Именно поэтому, в качестве главной цели деятельности предприятия мы примем максимизацию благосостояния собственников. Это вполне соответствует основополагающей идее развития общества – достижение социального и экономического процветания через частную собственность.

Благосостояние собственников предприятия складывается из двух составляющих: текущих доходов и доходов от капитализации стоимости фирмы. Второй источник доходов, как правило, вносит основной вклад в изменение совокупного богатства инвесторов. Так, например, одним из богатейших людей мира является Билл Гейтс, совладелец компании «Майкрософт». Притом, что в своей многолетней истории «Майкрософт» ни разу не выплачивал дивиденды. Можно привести еще массу примеров из списка самых богатых людей мира.

Этот факт легко объясним. Размер выплачиваемых дивидендов ограничен размером полученной прибыли, тогда как рост стоимости акций практически ничем не ограничен. В связи с этим, в умах человечества зародилась идея целенаправленного воздействия на показатель капитализации (рыночной стоимости) бизнеса, с целью увеличения совокупного богатства общества. В конечном итоге, это вылилось в возникновение нового течения в теории менеджмента, получившее название концепции управления стоимостью предприятия.

Суть этой концепции сводится к следующему [1]: с точки зрения акционеров (инвесторов) фирмы управление ею должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости фирмы и ее акций, так как такой рост позволяет акционерам (инвесторам) получать для них самый значимый по сравнению с другими его формами доход от вложений в фирму – курсовой денежный доход от перепродажи всех или части принадлежащих им акций, либо курсовой неденежный доход, выражающийся в увеличении стоимости (ценности) принадлежащих акционерам чистых активов, а значит и суммы их собственного капитала. Это означает, что все действия, управленческие решения, методы и приемы менеджмента должны быть направлены к одной главной цели: способствовать росту стоимости бизнеса. Подчеркнем, что в отличие от большинства современных исследователей мы намеренно говорим не о максимизации стоимости, а именно о ее росте. Причины этого мы укажем несколько позднее.

Рост бизнеса включает в себя несколько взаимосвязанных характеристик. Среди них адаптация, рост и развитие. Адаптация системы обеспечивает сохранение основных ее функций путем приспособления к изменившимся условиям внутренней и внешней среды. Рост означает увеличение размеров системы за счет дополнительных элементов при сохранении ее прежних качеств и целей. Развитие, помимо роста, включает в себя приобретение системой новых качественных признаков, обеспечивающих более высокий уровень выполнения своих функций и (или) приобретения новых.

Именно названные характеристики отражают показатель рыночной стоимости компании. Более того, был проведен ряд исследований [2], выводы которых позволили утверждать, что фирмы, использующие в качестве главного объекта управления стоимость бизнеса, имеют явные конкурентные преимущества перед фирмами, ориентированными на другие экономические критерии своей деятельности.

Прежде чем перейти к содержательным аспектам управления рыночной стоимостью, определим, что понимается под данным термином и рассмотрим основные подходы к ее определению. Под рыночной стоимостью будем понимать ту цену, по которой объект оценки может быть продан на рынке в условиях конкуренции. Понятно, что пока объект оценки не выставлен на продажу, в определении стоимости бизнеса будет наблюдаться вариативность оценок. В частности, это обусловлено противоречиями, заложенными в показателе рыночной стоимости бизнеса.

В работе [3] представлены пять мифов о стоимости компании.

1. Стоимость бизнеса можно объективно оценить. На самом деле невозможно учесть огромное количество факторов, как объективных, так и субъективных, оказывающих влияние на рыночную стоимость акций предприятия. Среди трудно- и неформализуемых факторов – слухи, ожидания рынка, возможность манипулирования рынком, рефлексивность [4], политическая ситуация, сговор субъектов рынка и т.д. Кроме того, в распоряжении предприятия имеется ряд инструментов, позволяющих воздействовать на рыночную стоимость своих акций:
 - выкуп собственных акций, их дробление и консолидация;
 - увеличение суммы активов за счет заемных ресурсов;
 - объявление о слиянии или поглощении и т.д.
 Сознательно используя названные инструменты, компания может в определенных пределах воздействовать на собственную стоимость. Исходя из сказанного, стоимость бизнеса не является объективной оценкой деятельности фирмы.
2. Рыночная стоимость – наиболее точный показатель того, сколько стоит компания. В данном случае предполагается, что рынок информационно эффективен, то есть инвесторы, принимая решения, обладают полной информацией относительно деятельности компании. Но даже на развитых рынках информация обладает свойством асимметрии, то есть субъекты рынка обладают разной информацией и вынуждены доверять информации, адаптированной кем-то, что создает предпосылки для неадекватной оценки стоимости фирмы. Естественно, что на рынках, находящихся в процессе становления, проблема точности оценки только усугубляется.
3. Повышение стоимости бизнеса должно быть главной целью менеджмента. На практике цель менеджера, как и любого рационального экономического субъекта, – максимизация собственных выгод. Стоимость бизнеса выражает, прежде всего, интересы акционеров корпорации и почти не связана с интересами менеджеров. Тем самым создается перекос в балансе корпоративных интересов в сторону

собственников и ситуация напряженности в корпоративных отношениях, что в конечном итоге может привести к корпоративному конфликту. В таких условиях говорить о достижении наилучших результатов деятельности, устраивающих большинство участников корпоративных отношений, не приходится. Механизмы, увязывающие благосостояние менеджера с рыночной стоимостью компании, например с помощью опционов, не работают. В результате менеджеры не заинтересованы в повышении стоимости бизнеса. Таким образом, стоимость компании может играть роль одного из ключевых приоритетов деятельности менеджеров, но не единственного для них.

4. Собственники всегда заинтересованы в повышении стоимости принадлежащего им бизнеса. Собственники, также как и менеджеры, стремятся к собственным выгодам. Для собственника, озабоченного текущим потреблением, могут не представлять никакой ценности выгоды, связанные с долгосрочными перспективами компании. Ему может быть выгоднее продать акцию сегодня за сто рублей, чем через три года за тысячу и не только потому, что он не верит в перспективу. Возможен обратный случай, когда собственник ни за что не согласится продать бизнес, скажем, на сто миллионов, тогда как его реальная стоимость ни при каких условиях не превышает пятидесяти. То есть, цели собственника весьма разнообразны и это необходимо учитывать в оценке деятельности корпораций. Стоимость фирмы не отражает этого многообразия и по этой причине не может выражать интересы не только менеджеров компании, но и даже ее собственников.
5. Критерий стоимости фирмы может выражать не только корпоративные интересы, но и интересы государства. Однако решения, повышающие стоимость бизнеса, могут ущемлять государственные интересы. Так снижение налоговых платежей увеличивает стоимость компании, но не соответствует потребностям общества. Банкротство «ЮКОСа» наглядный тому пример. Противники банкротства мотивировали прекращение судебного преследования компании именно тем, что она имела наибольшую на тот момент в России капитализацию, а это отвечает государственным интересам в области повышения инвестиционной привлекательности страны. При этом высокая капитализация компании была достигнута, в том числе, и за счет недоплаты налоговых платежей. Учитывая это, государство, выражающее интересы общества, сочло более важным взыскание недоплаченных налогов, чем повышение инвестиционного имиджа в глазах мирового сообщества.

Есть и другие причины вариативности оценок рыночной стоимости.

При оценке стоимости любого бизнеса можно применять различные подходы. Наиболее употребляемыми являются три подхода, зафиксированные в нормативных стандартах оценки: затратный, сравнительный (рыночный) и доходный. Под ними понимают совокупность методов оценки стоимости, основанных на:

- определении затрат, необходимых для восстановления, либо замещения данного объекта, с учетом его износа (затратный подход);
- сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними (сравнительный подход);
- определении ожидаемых доходов от объекта оценки (доходный подход).

Кратко поясним суть упомянутых подходов.

1. В случае затратного подхода стоимость бизнеса определяется суммой затрат, необходимых для создания нового аналогичного бизнеса. Новый бизнес должен быть создан по современным технологиям с применением современных материалов и оборудования с использованием цен, установившихся на момент оценки.

Однако можно привести массу примеров, когда фирмы с одинаковым объемом затрат на создание бизнеса

имею совершенно разные результаты деятельности, и, следовательно, рынок оценивает их по-разному. Если провести аналогию с товаром, а фирма в этом случае является ничем иным как товаром, то фирмы обладают различной потребительской стоимостью. Дело в том, что все большую роль в современной экономике играют нематериальные факторы, такие как «ноу-хау», репутация, квалификация персонала, то есть те моменты, затраты на создание которых затруднительно выразить количественно.

Именно поэтому, затратный подход часто дополняют другими. Например, доходным.

2. Доходный подход включает в себя несколько методов, объединяемых идеей оценки выгоды, получаемой оцениваемой фирмой в будущем. В качестве выгоды рассматриваются разные параметры [5]. Например, дивиденды, прибыль, денежные потоки, свободные денежные потоки, избыточная прибыль и т.д.

Предполагается, что, будучи владельцем или совладельцем фирмы, инвестор рассчитывает на получение определенной выгоды. Базовая модель оценки фирмы в этом случае выглядит так:

$$C\Phi = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{B_k}{(1 + D_{\text{ж}})^k}, \quad (1)$$

где

$C\Phi$ – стоимость фирмы;

B_k – размер выгоды (дохода) в период k ;

$D_{\text{ж}}$ – требуемая (желаемая) доходность для инвестора.

Выгода инвестора, как правило, ассоциируется с доходом. Доход инвестора от владения фирмой складывается из двух составляющих:

$$B = D_{\text{т}} + D_{\text{к}}, \quad (2)$$

где

$D_{\text{т}}$ – текущие доходы инвестора (дивиденды, проценты и т.п.);

$D_{\text{к}}$ – доход от капитализации, то есть изменение стоимости актива за определенный период времени.

Учитывая, что оценка стоимости фирмы происходит на какой-то конкретный момент времени, то, обеспечив достаточно большие текущие доходы и, тем самым, увеличив математическое ожидание будущих доходов, можно существенно увеличить рыночную стоимость. Простой и понятный способ управления стоимостью фирмы.

Однако необходимо помнить, что наращивание текущих доходов нередко сопровождается снижением долгосрочного потенциала фирмы. Износ оборудования, избыточные расходы на маркетинг, недостаток вложений в повышение квалификации персонала, невыплата дивидендов и другие подобные мероприятия способствуют существенному росту рыночной стоимости в краткосрочном периоде. Однако вряд ли все это приведет к подобному результату в долгосрочной перспективе. Отсюда вывод, показатель рыночной стоимости, взятый изолированно, не может служить единственным критерием успешно функционирующего предприятия. Необходима увязка показателей, характеризующих долгосрочный потенциал компании.

Кстати, о невыплаченных дивидендах. Один из самых успешных инвесторов современности Уоррен Баффет в своей книге [6] так описывает такой вариант увеличения рыночной стоимости компании.

В практике корпоративного управления усиление мотивации менеджеров, как правило, решается с помощью опционов на покупку акций управляемых ими компаний. Чем выше рыночная цена акций на момент исполнения опциона, тем большую прибыль получают от реализации права покупки менеджеры. Считается, что тем самым управленцы и собственники помещаются в одну финансовую лодку. Однако в реальности эти лодки сильно разнятся. Для увеличения доходов корпорации менеджеры придерживаются принципа «получаешь больше, если вкладываешь больше». То есть для этого не надо прилагать каких-то экстраординарных усилий, достаточно просто увеличить капитал. Легче всего это сделать за счет нераспределенной прибыли: чем больше прибыли предприятия остается нераспределенной, тем больше прирост капитала и, следовательно, прибыли. Уместно заметить, что нераспределенная прибыль – это доход корпорации, не поступающий в карман собственника. Получается, что менеджер предприятия работает тем успешнее, чем больше он залезает в карман владельца. В этом случае управляющие выигрывают в стоимости опциона за счет нераспределенной прибыли, а не потому, что так хорошо распоряжаются капиталом, находящимся в их руках. Менеджер получит существенную прибавку к жалованию за счет акционера, просто удерживая большую часть прибыли собственника, причем, как правило, независимо от результативности своей деятельности. Становится очевидным порочность практики увеличение рыночной стоимости акций за счет увеличения текущих доходов корпораций.

Это лишний раз подчеркивает противоречия, которые содержат в себе показатель рыночной стоимости и ее оценка на основе доходного подхода.

Еще один способ расчета рыночной стоимости, который позволяет классифицировать предприятие среди себе подобных, сравнительный подход.

3. При применении сравнительного подхода оцениваемое предприятие сопоставляется с аналогичными предприятиями, рыночная стоимость и отдельные показатели деятельности которых известны. Метод основан на том, что информация о деятельности рыночных субъектов равнодоступна и объективна. Но, как известно, информация асимметрична, что искажает результат оценки. Тем не менее, применение вкупе трех обозначенных подходов позволяет получить представление о рыночной стоимости объекта оценки.

1.2. Основные проблемы управления стоимостью фирмы

Необходимо отметить еще один важный момент в управлении рыночной стоимостью – это субъективизм оценки. Действительно рассмотрим формулу (1). Субъективизм проявляется в оценке двух параметров. Во-первых, субъекты оценки имеют собственное представление о будущих доходах. Они обладают различной информацией, пользуются разными методами прогнозирования, имеют неодинаковые профессиональные навыки и опыт, кто-то с оптимизмом смотрит в будущее, кто-то с пессимизмом. В результате прогнозные оценки будущих доходов могут сильно разниться. Во-вторых, инвесторы имеют различные требования по норме доходности, которая зависит, в том числе, от их склонности к риску. Зависимость этих двух параметров хорошо известна из теории финансового менеджмента. Кратко напомним основные положения.

Зависимость риска от доходности – прямая пропорциональность (рис. 1).

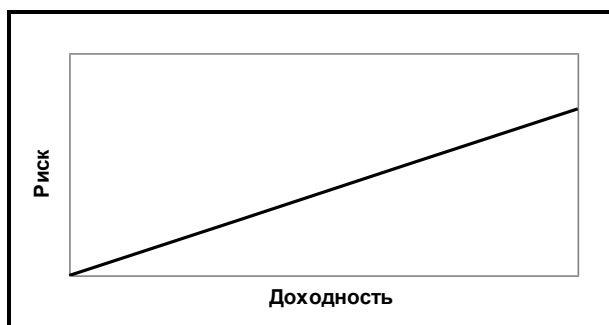


Рис. 1. Зависимость риска вложений от доходности

Чем большую доходность предпочитает инвестор, тем в большей степени он должен быть готов к неполучению или недополучению этой доходности. Отсюда вытекает две задачи управления инвестициями:

- получение максимальной доходности при заданном уровне риска;
- минимизация риска при установленной ставке доходности.

Однако, чаще всего, ставится иная задача, которая получила название компромисса между риском и доходностью. А именно, достижение какого-то разумного соотношения между риском и доходностью. Естественно, у каждого свое понятие о «разумном соотношении», соответственно, и приемлемая норма доходности также своя.

Все это приводит к тому, что даже при равнодоступности информации, оценки рыночной стоимости бизнеса могут существенно отличаться в зависимости от субъекта оценки, что существенно затрудняет управление рыночной стоимостью.

Вывод ценных бумаг предприятий на биржу заметно облегчает процесс оценки. При этом, обязанности оценщика вменяются фондовому рынку. В этом случае, стоимость бизнеса складывается как результат соотношения спроса и предложения ценных бумаг предприятия на бирже. Вроде бы, достаточно надежный инструмент формирования рыночной стоимости. Однако и здесь есть нюансы, которые необходимо учитывать при управлении стоимостью бизнеса.

Как уже отмечалось, менеджеры часто ориентируются на краткосрочный рост котировок акций. Связано это с тем, что акционеры пытаются мотивировать менеджмент на достижение определенных ключевых показателей, основным из которых является капитализация. Как правило, для этого применяются опционные программы, недостаток которых мы описали чуть выше. Другой вариант – когда бонусы руководителей напрямую зависят от динамики курса акций. В [7] приводится пример неэффективности подобной практики. Одна российская фирма, где менеджеры, борясь за капитализацию, активно сокращали издержки, в том числе урезали инвестиции в оборудование. В результате акции выросли в цене, менеджеры получили бонус, но компания потеряла возможность стабильно развиваться. Кроме того, громкие корпоративные скандалы, связанные с махинацией с финансовой отчетностью, являются, как раз, следствием подобных мотивационных программ. Там же справедливо замечено, что в современных реалиях эффективность менеджмента оценивают по другим показателям,

например, по рентабельности инвестиций, совокупному доходу на акцию с учетом дивидендов и т.д. То есть на лицо попытки ориентироваться при управлении рыночной стоимостью на несколько взаимосвязанных показателей: прибыль, стоимость активов, сумма выплаченных дивидендов плюс уже упомянутая капитализация. Именно на взаимосвязке основных показателей деятельности должен быть построен современный инструментарий управления рыночной стоимостью. Это положение является ключевым в дальнейшей проработке методологии управления стоимостью бизнеса.

Для доказательства неоднозначности показателя рыночной стоимости, взятого изолированно, приведем еще несколько доводов:

1. Не все предприятия торгуются на рынке. Способность свободно менять своих владельцев зависит от организационно-правовой формы предприятия. Наиболее приспособленными к «купле-продаже» являются открытые акционерные общества, акции которых могут свободно обращаться на финансовом рынке. Однако потребность в управлении рыночной стоимостью субъектов отличных от ОАО организационно-правовых форм не становится меньшей. Это касается, прежде всего, закрытых акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью. Никто не отменяет им функцию увеличивать благосостояние своим владельцам. К тому же, акции далеко не всех открытых акционерных обществ обращаются на фондовом рынке, что также затрудняет процесс оценки стоимости бизнеса, а значит и управление ею.

2. Пока нет факта продажи, рынок не может оценить стоимость. Действительно, достоверно рыночная стоимость может быть определена только после того, как состоялся факт купли-продажи. Но не все фирмы продаются, тогда как потребность в определении рыночной стоимости постоянна.

3. Спекулятивный характер формирования стоимости в краткосрочной перспективе. Текущая стоимость бизнеса на рынке формируется под действием факторов, которые могут не соответствовать фундаментальным характеристикам. К ним относятся, например: слухи, манипуляции, сговор, паника, ажиотаж и т.д.

4. Невозможность учета всех факторов, образующих стоимость. Она формируется большой совокупностью рыночных факторов, которые в той или иной степени влияют на результат оценки. Основными факторами являются время и риск. Среди других факторов могут быть упомянуты такие как рыночная конъюнктура, уровень и вид конкуренции, экономические особенности оцениваемого объекта, его рыночное реноме, а также макро- и микроэкономическая среда обитания.

В [8] приводится пример многофакторной модели BARRA для оценки ценных бумаг фирмы, которую можно считать одним из вариантов расчета стоимости компании. Модель BARRA основана на работе Барра Розенберга, специалиста по эконометрике университета Беркли в США. Он отобрал 68 факторов влияющих на стоимость ценных бумаг фирмы, а, следовательно, и на принятие решений в сфере управления рыночной стоимостью.

Среди этих факторов есть как очевидные, такие как ожидаемый темп прироста ВВП, инфляция, процентные ставки, цены на нефть, так и совершенно неожиданные:

- общепризнанный прогноз относительно роста доходов фирмы, изменчивость ее доходов в прошлом;
- число аналитиков по ценным бумагам, обрабатывающих данные по акциям фирмы и т.д.

Можно предположить, что это не законченный список факторов, образующих рыночную стоимость.

И хотя модель BARRA широко применяется за рубежом и дает хорошие результаты, модель имеет существенный недостаток – она использует в основном факторы, находящиеся во внешней среде непрямого влияния предприятия, и, следовательно, находящиеся вне сферы управления предприятием. Фирма обладает низкими возможностями влиять на состояние названных параметров, а значит и целенаправленно воздействовать на них, то есть осуществлять процесс управления.

5. Разнородность требований к результатам деятельности предприятия со стороны заинтересованных групп. Каждая из заинтересованных групп (акционеры, покупатели, поставщики, кредиторы, государство и т.д.) оценивает деятельность предприятия, используя собственные критерии и показатели, которые не всегда совпадают с требованиями других сторон. То есть оценивает деятельность фирмы с точки зрения собственных интересов. В той степени, в которой заинтересованная группа не удовлетворена результатами работы предприятия, она будет оказывать на него давление с целью изменения ситуации. Это порождает неопределенность в управлении рыночной стоимостью в том, какие мероприятия необходимо реализовывать для увеличения стоимости бизнеса.

6. Зависимость рыночной стоимости от достижения прогнозных показателей. Прогнозы субъектов рынка в отношении развития предприятия, как правило, бывают излишне оптимистичны, а цели, как следствие, необоснованно завышены. Расхождение прогноза по финансовым показателям с реально достигнутым приводит к падению стоимости акций компании на фондовом рынке, например, случай с одним из крупнейших российских предприятий розничной торговли «Пятерочка» в декабре 2005 года [9]. Падение курса акций приводит к неудовлетворенности акционеров, так как их благосостояние, частью которого является рыночная стоимость принадлежащих им акций, снижается. Причины этого ищутся владельцами в работе менеджеров, хотя изначально подобная ситуация заложена в недостатках планирования. Поэтому управление рыночной стоимостью на основе установления целевых показателей деятельности, пусть даже и согласованных на всех уровнях корпоративного управления, своими непредсказуемыми последствиями чревато как для собственников предприятия, так и нанятых ими менеджеров. Учитывая, что при прогнозировании нельзя полностью устранить неопределенность, управление стоимостью бизнеса, основанное на прогнозе основных финансовых показателей деятельности, приводит к значительной вариации показателя рыночной стоимости и, тем самым, к снижению управляемости бизнесом.

Учитывая представленные доводы, возникает вопрос: почему важно знать справедливую рыночную стоимость самому предприятию?

- Во-первых, рыночная стоимость бизнеса – это показатель совокупного благосостояния собственников предприятия. От того насколько акционеры удовлетворены стоимостью принадлежащих им акций зависит дальнейшее развитие фирмы. Последствия недостаточной, с точки зрения акционеров, рыночной стоимости бизнеса могут быть самые разные: от смены менеджмента до ликвидации предприятия. Указанные последствия существенно влияют на функционирование компании и, в этом контексте, пока-

тель рыночной стоимости подлежит регулярному мониторингу и служит индикатором настроения акционеров, и, следовательно, их действий в отношении предприятия.

- Во-вторых, любая система, к которой, несомненно, относится и корпорация, должна иметь обратную связь. Отсутствие обратной связи приводит к неустойчивому состоянию системы, что грозит непредсказуемостью ее развития. Это, в свою очередь, приводит к неуправляемости системы. В качестве обратной связи выступает, как раз, рыночная стоимость бизнеса, формирующаяся на фондовом рынке. Именно ее изменения характеризуют результаты менеджеров в управлении вверенными им предприятиями. Не найдется другого такого показателя, который явным образом демонстрировал бы результаты действий со стороны лиц, ответственных за принятие решений. Наличие справедливой рыночной стоимости бизнеса свидетельствует об управляемости фирмы, что обуславливает необходимость ее регулярного анализа, мониторинга и управления ею. Кстати, те предприятия, акции которых не обращаются на бирже, существенно обедняют свое управление, так как теряется вышеобозначенная обратная связь со всеми вытекающими отсюда последствиями.
- В-третьих, рыночная стоимость бизнеса может рассматриваться как ключевой итоговый показатель деятельности предприятия. В практике управления используется достаточно большое количество показателей. Часть из них может удовлетворять существующим критериям, часть – нет. Однако, дать какую-то итоговую, обобщающую характеристику результатам деятельности необходимо. Мы уже упоминали, что существуют различные подходы к выбору единого итогового показателя. Показали недостатки рыночной стоимости, как итогового показателя. Тем не менее, сегодня – это единственный показатель, который характеризует результаты деятельности корпорации, и вокруг которого можно объединить усилия по дальнейшему развитию предприятия. При этом рыночная стоимость – это показатель, находящийся под пристальным наблюдением собственников. Заметим, что в настоящей работе, в дальнейшем, мы постараемся устранить недостатки, присущие рыночной стоимости, как интегральному критерию, и предложим свое видение решения проблемы итогового, обобщающего показателя деятельности.
- В-четвертых, рыночная стоимость бизнеса служит показателем способности предприятия привлекать внешнее финансирование. Предприятие в своей деятельности использует различные источники финансирования. В соответствии с концепцией стоимости капитала, они обходятся предприятиям неодинаково. Предприятия с высокими финансовыми рисками привлекают капитал по более высоким ставкам или вынуждены принимать на себя повышенные обязательства по дивидендным выплатам. Высокая капитализация бизнеса свидетельствует о меньших рисках. Следовательно, возможности привлечения внешних источников гораздо выше по сравнению с хозяйствующими субъектами с низкой рыночной стоимостью. Кроме того, высокая рыночная стоимость – это выражение доверия со стороны инвесторов, которые в случае необходимости предоставят «плечо» в виде дополнительных источников финансирования. Яркий пример тому, история современного финансового кризиса. Ни одна крупная финансовая организация, даже объявившая о банкротстве, не исчезла с лица земли. Все они получили разного рода финансовую поддержку. Кто у государства, кто у частных инвесторов. В тоже время финансовые организации с невысокой капитализацией не прошли проверку кризисом. Поэтому капитализация – это своеобразная гарантия в конкурентной борьбе за финансовые ресурсы. Ресурсы, в том числе и финансовые, ограничены, желающих их использовать целая очередь. Фирмы с высокой капитализацией первые в этой очереди.
- В-пятых, капитализация – это показатель успешности по отношению к своим конкурентам. Проведение сравнитель-

ного анализа с конкурентами позволяет выявить резервы дальнейшего роста предприятия, оценить возможности повышения эффективности деятельности, реализовать потенциал, обусловленный отраслевой спецификой. По другим показателям сравнить себя с конкурентами бывает достаточно сложно, иногда невозможно. Рыночная стоимость является более или менее объективным и доступным показателем, кроме того, разные показатели могут давать противоречивую картину в сравнении с конкурентами. Снова приходим к необходимости построения обобщающего показателя, который может дать суммарную, итоговую оценку результатам деятельности. И здесь в качестве такого показателя выступает рыночная стоимость (капитализация) бизнеса.

Однако при всех указанных достоинствах есть ряд противоречий, заложенных в показатели рыночной стоимости. На них мы указали ранее. Сейчас же в соответствии с приведенными доводами согласимся с тем, что рыночной стоимостью необходимо управлять, следовательно, необходимо определиться с тем, какие факторы формируют рыночную стоимость предприятия.

В [10] выделяют две группы факторов стоимости бизнеса: фундаментальные показатели и корпоративное управление. К фундаментальным факторам относят те параметры, которые определяют будущие денежные потоки и, согласно формуле (1), определяют текущую стоимость бизнеса. Среди фундаментальных факторов можно выделить:

- факторы операционной эффективности:
 - темпы роста продаж,
 - рентабельности продаж и др.;
- факторы инвестиционной эффективности: эффективность инвестиций в оборотные активы и долгосрочные активы;
- факторы финансовой эффективности: оптимизация структуры и стоимости капитала.

Концепции и практические методы управления ключевыми фундаментальными показателями хорошо известны и отработаны. Однако здесь есть один существенный момент, который необходимо учитывать при управлении фундаментальными показателями. Опишем его.

Пусть рост фундаментальных показателей: выручки, активов и прибыли за три предыдущих года составил (табл. 1).

Таблица 1

**ТЕМПЫ РОСТА ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

Показатель	Темпы роста		
	1 год	2 год	3 год
Выручка от реализации	105	106	117
Совокупные активы	102	108	120
Чистая прибыль	110	112	115

Такое представление информации, скорее всего, послужит основой утверждения, что за последние годы финансовая деятельность предприятия находится на высоком уровне и, более того, имеет тенденцию к улучшению. Темпы роста представленных показателей только подтверждают это – они увеличиваются все более быстрыми темпами. Тем не менее, произведем простое преобразование таблицы. Заменяем значения темпов роста рангами этих характеристик, рассчитанными в порядке убывания. Ранжирование позволит сравнить, какой из показателей растет более быстрыми темпами, а какой медленнее всего (табл. 2).

Специалистами в области корпоративных финансов отмечается так называемое «золотое» правило: «Темп

роста прибыли должен быть больше темпа роста выручки, последний должен быть больше темпа роста активов...».

Таблица 2

**РАНГИ ТЕМПОВ РОСТА ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

Показатель	Ранги темпов роста		
	1 год	2 год	3 год
Выручка от реализации	2	3	2
Совокупные активы	3	2	1
Чистая прибыль	1	1	3

Исходя из этого, не проводя специальных расчетов, можно увидеть, что, несмотря на ежегодный рост показателей, а также ускорение темпов их роста, положение во втором году ухудшилось, а не улучшилось, а к третьему году еще более усугубилось.

Пример очень упрощенный, но он подчеркивает суть проблемы. Кроме того, в целях анализа рассматривается гораздо большее количество показателей, многие из которых имеют динамику, отличную от рекомендуемой. При этом:

- даже среди однотипных показателей, рассматриваемых в рамках одной группы, тенденции результатов могут значительно различаться;
- имея подобную противоречивую динамику показателей, невозможно установить конечный результат действия совокупности рассматриваемых факторов, то есть выявить, насколько успешно развивался исследуемое предприятие;
- затруднительно определить, какие сферы управления предприятием являются наиболее проблемными.

Кроме того, выбор и обоснование вклада отдельных показателей в итоговую стоимость компании затруднен в силу их неоднородности, и здесь, как правило, субъективизм оценок может значительно исказить искомый результат. Следовательно, инструментарий управления рыночной стоимостью бизнеса должен учитывать взаимосвязи неоднородных показателей, устранять субъективизм оценок, выявлять наиболее значимые факторы формирования стоимости.

Вторая составляющая рыночной стоимости – это корпоративное управление. В [11] корпоративное управление трактуется как совместная деятельность владельцев бизнеса и нанятых ими менеджеров по обеспечению справедливого баланса интересов.

Суть проблемы заключается в том, что акционеры рассматриваются в качестве хозяев, которые нанимают менеджеров-агентов. Деятельность агента должна быть направлена на увеличение благосостояния акционеров, что может проявляться, например, через увеличение стоимости компании. Тем не менее, на практике усилия менеджеров не всегда направлены на удовлетворение потребностей акционеров. В особенности это связано с альтернативностью решений, одни из которых обеспечивают быструю прибыль, а другие носят долгосрочный характер.

Причины несовпадения интересов в корпоративном управлении кроются в личной заинтересованности членов исполнительного органа фирмы. Эта заинтересованность может иметь и позитивный характер. Так высшие менеджеры предпочитают управлять крупными фирмами или иметь в управлении значительные финансовые ресурсы. Отсюда следует, что большую часть прибыли они будут стремиться оставлять в распоряжении предприятия и не выплачивать дивиденды его владельцам, что может не устраивать акционеров.

Или, например, забота о социальной защищенности персонала и желание работать с высококвалифицированными сотрудниками побуждают менеджеров идти на рост издержек компании и связанное с этим снижение прибыли и т.д. Хотя эти мероприятия не выгодны владельцам в краткосрочной перспективе и неоднозначно ими воспринимаются, они часто приводят к росту эффективности в долгосрочном периоде и, в конечном итоге, к увеличению стоимости компании и благосостояния акционеров. При этом подобные действия не наносят прямого ущерба собственникам, так как в случае недополучения дохода акционерами в виде дивидендов, свое благосостояние они могут обеспечить за счет роста капитализации бизнеса.

Основной формой вознаграждения менеджеров является, как правило, заработная плата. Остальные формы вознаграждения играют для них меньшую роль. Поэтому менеджеры корпорации стремятся продлить период, в течение которого они будут получать гарантированный доход. Для этого они пытаются обеспечить устойчивость компании и снижение опасности возникновения непредвиденных обстоятельств. Интересы же акционеров разнообразны, и они готовы участвовать в высокоприбыльных проектах, сопряженных с высоким риском, так как диверсифицируют свои вложения среди нескольких компаний.

В корпоративном управлении существует и негативная заинтересованность менеджеров. Она может проявляться, например, в выводе части активов компании в свою пользу, присвоении собственности акционеров, в трудоустройстве родственников, в получении взяток за поддержку какого-либо решения, в личном обогащении, сокрытии или предоставлении ложной информации о результатах деятельности фирмы и т.п. Многие из перечисленных действий являются очевидными преступлениями. Однако, как показывает практика корпоративного управления (например случай с компанией «Энрон» в США), такое бывает нередко даже в странах с прочными традициями менеджмента, не говоря уже об экономиках, находящихся на стадии становления рынка.

Вот почему корпоративное управление представляет собой систему согласования взаимных интересов менеджеров и акционеров, которая и обуславливает успешное функционирование фирмы. Процедуры согласования интересов должны быть открыты и понятны заинтересованным группам, что позволит им сформировать свое отношение к корпорации. Прозрачность корпоративного бизнеса, в конечном итоге, позволит ему аккумулировать значительные инвестиционные ресурсы, распыленные среди многочисленных потенциальных инвесторов, даже при жесткой конкурентной борьбе за них. Вот почему регулирование взаимоотношений «владелец-менеджер» является решающим условием развития, как отдельных корпораций, так и общества в целом.

При этом, формирование корпоративных отношений должно удовлетворять не только интересы инвесторов, но и обеспечивать достаточную самостоятельность менеджерам и создавать условия для их инициативы. Любой перекос в балансе в ту или иную сторону грозит серьезными проблемами. В случае излишней зарегулированности деятельности менеджеров корпорация неизбежно теряет гибкость, что ослабляет конкурентные позиции предприятия в быстро меняющейся среде. В случае дисбаланса интересов в сторону менеджеров

возникает неудовлетворенность акционеров, которые начинают принимать соответствующие меры – от их увольнения до ликвидации предприятия, что невыгодно ни менеджерам, ни владельцам.

Предполагается: чем выше сбалансированность корпоративных отношений, тем выше стоимость бизнеса. Следовательно, целенаправленно воздействуя на баланс интересов, можно управлять стоимостью предприятия. В настоящем исследовании эта гипотеза подвергнется проверке.

1.3. Механизм и факторы формирования рыночной стоимости предприятия

В реальной жизни [1] на менеджеров обрушивается лавина параметров, которыми рекомендуется измерять стоимость:

- TRS (общая доходность для акционеров);
- DCF (дисконтированный денежный поток);
- EP (экономическая прибыль);
- EVA (экономическая добавленная стоимость);
- CFROI (рентабельность инвестиций, исчисленная по денежному потоку);
- ROIC (рентабельность инвестированного капитала);
- EPS (прибыль на акцию), норма прибыли и прочее.

Анализ такого представительного количества показателей порой отвлекает менеджеров от главного, для чего нужна оценка стоимости: помочь им принимать решения и нацелить их на приращение стоимости.

Сравнение показателей, имеющих разную сущность и назначение, только усиливает путаницу. Более того, часть из них используется в стратегическом анализе, часть в краткосрочной перспективе, что еще больше затрудняет оценку и управление.

Сторонники тех или показателей рыночной стоимости приводят различные доводы их предпочтительности по сравнению с другими показателями. Кто-то считает, что экономические критерии (например, экономическая прибыль) предпочтительнее бухгалтерских (например, прибыль на акцию). Другие пытаются найти разумный компромисс между краткосрочными и долгосрочными результатами. Однако, как справедливо замечено в [2], совершенных показателей результативности не существует. Единственным объективным критерием является стоимость, которая формируется рынком. Но, как уже отмечалось, не все предприятия торгуются на рынке и, кроме того, участники рынка имеют собственное представление о справедливой цене, основанные на каких-то показателях результативности. Инвесторы используют различные показатели, следовательно, их представления о справедливой стоимости не совпадают. Тем не менее, предприятие не может иметь одновременно несколько рыночных стоимостей. Возникает вопрос: чье мнение о стоимости бизнеса более справедливо?

Для решения этой проблемы многими специалистами используются комплексные системы, где сочетаются разные экономические показатели, описывающие различные аспекты деятельности компании. На их основе описываются процессы управления стоимостью бизнеса. Нами предлагается следующая схема образования стоимости фирмы. (рис. 2).

Факторы создания стоимости, взаимодействуя, приводят к результатам, выражающимся некими финансовыми показателями. В них содержатся возможности извлечения стоимости. Предприятия, направляя усилия на различные факторы стоимости, обеспечивают различные финансовые результаты. Факторы стоимо-

сти и их уникальное использование обеспечивают конкурентные преимущества фирмы, являются объектом коммерческой тайны и, как следствие, не могут быть явно оценены рынком. Рынок оценивает лишь результат действия факторов стоимости – финансовые показатели. Они являются своеобразной «оберткой» фирмы, в которой она предстает перед рынком. Финансовые показатели создают основу стоимости бизнеса. Именно с них начинается оценка фирмы со стороны рынка. Вот почему фирмы стараются обеспечить привлекательность своей финансовой отчетности, прибегая при этом не всегда к честным способам. Манипуляции с финансовой отчетностью в последнее время приобрели угрожающие масштабы, что заставила финансовые власти разных стран пойти на изменение законодательства.



Рис. 2. Схема образования стоимости фирмы

Действительно, как часто приходится наблюдать резкий взлет котировок акций после опубликования отчетности. Сознательно и в рамках закона приукрашивая итоги деятельности, корпорации могут влиять на свою стоимость. Как результат, возникновение концепции управления по ключевым показателям деятельности (KPI), тесно связанной с концепцией управления стоимостью. Целенаправленно воздействуя на ключевые показатели, прежде всего, наиболее востребованные фондовым рынком (прибыль, объемы реализации, суммарные активы), фирмы подталкивают рынок на более высокую оценку своей стоимости.

Финансовые показатели разрозненно дают искаженную и неоднозначную информацию о внутренней стоимости предприятия. Это подтверждается вышеприведенным примером с тремя показателями. На практике рынок использует гораздо большее количество показателей, тогда неясности в оценке внутренней стоимости становится еще больше. Рассмотрим следующий пример. В таблице 3 представлены некоторые финансовые показатели деятельности гипотетической корпорации.

Из таблицы видно, что ряд показателей соответствует рекомендуемым нормативам, ряд – нет. Какой сделать вывод об итоговом результате деятельности фирмы? Как это влияет на стоимость бизнеса? Создает ли это ценность для акционеров? Как рынок воспримет подобные результаты? На все эти вопросы сегодня не получен однозначный ответ. В следующей главе мы покажем возможное направление решения данной проблемы.

Следующим элементом образования рыночной стоимости бизнеса является внутренняя стоимость. Внутренняя стоимость фирмы – это способность создавать ценность для своих акционеров, как существующих, так и потенциальных. Таковых может быть великое множество. Для каждого конкретного инвестора одна и та же фирма обладает различной внутренней стоимостью, так как у них неодинаковое представление о создаваемых фирмой ценностях.

Таблица 3

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КОРПОРАЦИИ ЗА ПЕРИОД 2004-2007 ГГ.

Коэффициенты	Обозначение	Формула	Годы				Динамика реальная	Динамика рекомендуемая
			2004	2005	2006	2007		
Показатели ликвидности								
Коэффициент покрытия	$K_{\text{л}}$	Оборотные активы	0,639	0,607	0,852	0,869		
		Текущие обязательства						
Коэффициент ликвидности	$K_{\text{л}}$	Оборотные активы – запасы и незавершенное производство	0,537	0,545	0,789	0,798		
		Текущие обязательства						
Показатели деловой активности								
Коэффициент оборачиваемости запасов	$K_{\text{оз}}$	Годовая выручка за реализованную продукцию	14,22	14,82	16,73	15,01		
		Товарно-материальные запасы						
Средний срок инкассации	$K_{\text{и}}$	Дебиторская задолженность	66,02	82,31	59,85	62,37		
		Годовая выручка за реализованную продукцию/360						
Коэффициент окупаемости совокупных активов	$K_{\text{оа}}$	Годовая выручка за реализованную продукцию	0,544	0,386	0,373	0,388		
		Совокупные активы						

Коэффициенты	Обозначение	Формула	Годы				Динамика реальная	Динамика рекомендуемая
			2004	2005	2006	2007		
Коэффициент окупаемости основного капитала	$K_{оок}$	Годовая выручка за реализованную продукцию	0,892	0,773	0,852	0,939		
		Основной капитал						
Показатели структуры капитала								
Коэффициент «квоты собственника»	$K_{кс}$	Долгосрочный долг	0,825	0,329	0,650	0,573		
		Акционерный капитал						
Коэффициент задолженности	$K_{зд}$	Совокупный долг	0,660	0,604	0,603	0,578		
		Совокупные активы						
Коэффициент покрытия процентов	$K_{пп}$	Доход до выплаты процентов и налогов	6,962	5,358	5,751	5,519		
		Процентные платежи						
Показатели прибыльности								
Норма рентабельности	$K_{нр}$	Доход после выплаты процентов и налогов	0,117	0,194	0,196	0,189		
		Совокупная выручка						
Норма доходности активов	ROA	Доход после выплаты процентов и налогов	0,064	0,075	0,073	0,073		
		Совокупные активы						
Норма доходности акционерного капитала	ROE	Доход после выплаты процентов и налогов	0,211	0,225	0,261	0,292		
		Акционерный капитал						

Одних интересует соблюдение прав инвесторов, состав акционеров и Совета директоров. Других – финансовые показатели деятельности:

- прибыль;
- выручка;
- активы;
- показатели рыночной активности.

Третьих – размер и периодичность выплаты дивидендов. Четвертых – возможность вертикальной интеграции и т.д. Список может быть дополнен и расширен многократно.

Такое многообразие мнений порождает неясность в оценке внутренней стоимости фирмы, что затрудняет процесс управления стоимостью бизнеса. Невозможно управлять таким количеством факторов одновременно. Менеджмент предприятия не может распылять усилия и уделять одинаковое внимание всем факторам стоимости. Необходимо сконцентрировать усилия на наиболее важных из них. И здесь возникает серьезная проблема.

Над проблемой ключевых факторов формирования стоимости бизнеса работало и работает много специалистов. И все они мотивированно обосновывают приоритетность тех или иных факторов (см. например [1; 10; 13]). Их важность существенно варьируется от специалиста к специалисту, в зависимости от их принадлежности к научным течениям. Естественно, такой порядок вещей приводит в полное замешательство менеджеров при выборе действий по увеличению рыночной стоимости. Отсутствие однозначности в данном вопросе является серьезным недостатком концепции управления рыночной стоимостью и требует дополнительных исследований.

В одном из самых фундаментальных трудов по стоимости компаний [2] в качестве главного показателя подлинной внутренней стоимости взята величина дисконтированного денежного потока, который определяет конкретные инвестиционные возможности предприятия, а они, по мнению авторов, добавляют стоимость.

Эта мысль подтверждается многочисленными примерами.

Тем не менее, сами же авторы подчеркивают, что данный критерий не годится для оценки прошлых результатов, поскольку он исчисляется на основе прогнозов. А не измерив достигнутый результат, трудно разработать план дальнейших действий. Мало знать направление движения, необходимо знать – в том ли направлении мы движемся. Кроме того, прогноз результатов – это всегда неопределенность и управлять компанией только на основе прогнозных данных, значит еще больше добавлять различия в оценку рыночной стоимости инвесторами.

Еще один недостаток дисконтированного денежного потока заключается в том, что сам по себе он с трудом поддается выявлению и измерению. Нужен дополнительный критерий ценности для акционеров.

В [11] качестве такого критерия предлагается соблюдение баланса интересов участников корпоративного управления. К нему мы еще вернемся в следующей главе. Сейчас лишь добавим, что под балансом экономических интересов понимается такой характер взаимодействия между партнерами, при котором результаты их совместной деятельности становятся лучше по сравнению с результатами их раздельного функционирования для каждой из заинтересованных сторон. Другими словами, состояние баланса во взаимодействии экономических партнеров есть признак экономической целесообразности их сотрудничества для всех взаимодействующих сторон. Причем для соблюдения баланса интересов обязательно, чтобы обе стороны реализовывали свои интересы хотя бы частично; то есть, чтобы их взаимодействие отвечало критерию экономической целесообразности.

Предполагается, что именно соблюдение баланса интересов создает рыночную стоимость предприятия. Для обоснования этой гипотезы рассмотрим процесс

формирования рыночной цены бизнеса на основе внутренней стоимости.

Конкретный субъект, принимая решение по инвестированию, сопоставляет существующую на данный момент рыночную цену предприятия с тем, насколько результаты функционирования фирмы соответствуют его потребностям. Создает ли фирма ценность для него, как акционера? То есть потенциальный инвестор сопоставляет рыночную и внутреннюю стоимость предприятия, которая для каждого инвестора имеет разное значение. Далее, возможны три ситуации.

1. Внутренняя стоимость предприятия для определенного инвестора выше его рыночной цены. С его позиции, предприятие недооценивается рынком. Следовательно, инвестор покупает акции этого предприятия, так как, по его мнению, рыночная цена будет стремиться к его внутренней стоимости. Чем больше разница между внутренней и рыночной стоимостью, тем вероятнее покупка. Покупая акции, инвестор тем самым увеличивает спрос на акции, что приводит к их росту. Чем больше таких покупок, тем сильнее рост. В конечном итоге имеем, чем больше инвесторов-акционеров высоко оценивают внутреннюю стоимость, тем выше рыночная цена бизнеса. Критерии оценки, как уже отмечалось, у различных инвесторов не совпадают. Следовательно, критерии оценки, выраженные одним, пусть даже и интегральным, показателем, не годятся для управления рыночной стоимостью. Необходима взаимоувязка различных показателей.
2. Внутренняя стоимость предприятия для определенного инвестора ниже его рыночной цены. Ситуация обратная предыдущей. С точки зрения инвестора фирма переоценена рынком, следовательно, у него будет возможность купить акции этого предприятия дешевле, чем на текущий момент. Он уверен, что рыночная цена акции будет стремиться к его внутренней стоимости. Поэтому для него целесообразно продать имеющиеся у него акции, впоследствии откупив их дешевле. Тем самым, инвесторы, продавая акции, снижают рыночную цену предприятия. Чем больше продаж, тем сильнее снижение.
3. Внутренняя стоимость предприятия для конкретного инвестора совпадает с его рыночной ценой. Эта ситуация неопределенности, при которой большинство инвесторов предпочтут не совершать сделки с акциями предприятия.

Простой и понятный способ формирования рыночной стоимости предприятия. Чем больше акционеров удовлетворены результатами функционирования фирмы, тем выше рыночная стоимость.

И здесь возникает два момента.

1. Сложность измерения ценностей акционеров. Собственники оценивают деятельность предприятия по собственным критериям, которые не всегда имеют количественное выражение. Или набор показателей, применяемых в оценке, не имеет однозначной интерпретации, как это было показано на вышеприведенных примерах. Это приводит к трудностям с формированием внутренней стоимости, и, следовательно, с управлением рыночной стоимостью.
2. Значительный разброс в требованиях, предъявляемых как со стороны заинтересованных групп в целом, так и каждого акционера в отдельности. Это сделало бы процесс формирования внутренней и рыночной стоимостей практически неуправляемым, так как невозможно соответствовать всем предъявляемым требованиям со стороны собственников фирмы. Однако менеджеры имеют возможность управлять рыночной стоимостью. Для этого достаточно, чтобы интересы большинства акционеров были удовлетворены хотя бы частично, а результаты деятельности предприятия, которые можно назвать итогами совместной деятельности, становились бы лучше. Последнее означает, что динамика результатов, будь то количественных или качественных, должна быть положительная. А это и есть не что иное, как баланс интересов.

Управляя балансом интересов, менеджмент предприятия может целенаправленно влиять на внутреннюю, а значит и на рыночную стоимость. При этом не обязательно знать количественное значение оценки внутренней стоимости, главное – задать направление ее изменения и определить факторы, оказывающие наибольшее влияние на ее рост.

Итак, мы можем сформулировать следующие основные моменты управления рыночной стоимостью.

1. На стоимость фирмы оказывает влияние множество факторов, часть из которых не поддается оценке.
2. Приоритетность показателей, оказывающих наибольшее влияние на рыночную стоимость бизнеса, неоднозначно трактуется специалистами и менеджерами предприятий.
3. Затруднительно оценить степень влияния отдельных показателей на стоимость бизнеса.
4. Внутренняя стоимость предприятия определяется уровнем достижения баланса разнородных интересов акционеров и менеджеров.
5. Важно не количественная оценка внутренней стоимости фирмы, а ее изменение. Улучшение во времени сбалансированности интересов, влечет за собой рост стоимости бизнеса.

Таким образом, инструментарий управления рыночной стоимостью бизнеса должен быть основан на оценке изменения баланса интересов и внутренней стоимости фирмы. По результатам оценки должны претворяться в жизнь, прежде всего, те мероприятия и решения, которые улучшают баланс интересов. В этом, по нашему мнению, и заключается суть управления стоимостью. Для того чтобы верно измерить стоимость компании и эффективно управлять ею, рассмотрим принципы управления стоимостью.

1. В основу оценки стоимости бизнеса должен быть положен фундаментальный принцип действующего и развивающегося предприятия. С позиции действующего предприятия ведущая роль принадлежит анализу динамики прибыли, выручки, производительности и активов. Значения этих показателей позволяют определить возможные «точки роста» внутренней стоимости и, как следствие, направления приложения основных усилий менеджмента.
2. Принцип содержательного соответствия управляющего воздействия управляемому процессу. Аналитические способы и правила исследования стоимости фирмы определенным образом подчинены управляемому процессу, то есть управлению стоимостью. Этот принцип вытекает из необходимости практического использования данных анализа для управления стоимостью предприятия, для разработки конкретных мероприятий, для обоснования, корректировки и уточнения управленческих решений.
3. Следующее свойство – информативность. Информация, используемая в оценке стоимости бизнеса, должна реально и полно отображать хозяйственные ситуации в условиях ее ограниченности, а выводы ее должны обосновываться точными аналитическими расчетами.
4. Отметим также свойство общности методики, используемой для анализа результатов деятельности. Иначе, методика должна быть применима к широкому кругу фирм, независимо от размеров, отраслевой принадлежности, обращаемости на фондовом рынке, масштабов деятельности и других подобных факторов.
5. Свойство операциональности означает, что управление должно решать задачи, ради которых она создана, то есть увеличивать стоимость бизнеса.
6. Также важно свойство методической простоты. Из возможных подходов к управлению стоимостью выбирается наипростейший не в ущерб перечисленным принципам. Подход должен быть рассчитан на среднестатистическое российское предприятие, а значит, не требовать больших финансовых, интеллектуальных и информационных за-

трат и легко приспосабливаться к конкретным хозяйственным условиям.

7. Управление стоимостью должно быть основано на балансе интересов.
8. Управление стоимостью фирмы должно основываться на способности капитала приносить доход, а не на правовых факторах деятельности предприятия. Предприятия, не соответствующие высоким стандартам корпоративного управления могут приносить значительный доход своим акционерам, и наоборот, фирмы с высокими стандартами – не соответствовать ожиданиям владельцев по финансовым результатам. Поэтому управление стоимостью бизнеса необходимо осуществлять в плоскости финансовых показателей, а не организационно-юридических характеристик.

Следующие два важных принципа, без которых невозможно учесть все многообразие и разнородность интересов инвесторов, свернуть их в одну числовую характеристику, сформулировать критерии баланса интересов – это динамическая сопоставимость и динамическая соподчиненность показателей. В силу особой значимости специально рассмотрим их в следующей главе.

По материалам первой главы можно сделать следующие выводы.

1. Среди рыночных субъектов нет единства мнений – ради чего существует фирма. При этом главными целями могут быть: прибыль, выручка, активы, рыночная стоимость и др. У каждого варианта есть свои достоинства и недостатки. Однако главной целью является рост совокупного богатства акционеров, которая упорядочивает все остальные цели и гарантирует, что в длительной перспективе инвесторы будут обеспечивать фирму капиталом.
2. Благополучие собственников капитала складывается из текущего и капитализированного дохода. При чем вклад второго источника в совокупное благосостояние гораздо выше. Капитализированный доход проявляется в росте рыночной стоимости, принадлежащего собственникам бизнеса. Именно поэтому проявляется необходимость в регулярном управлении стоимостью фирмы.
3. Управление предприятием должно быть нацелено на обеспечение роста стоимости бизнеса, а не на его максимизацию. В противном случае, концепция управления стоимостью предприятия сталкивается с множеством ограничений и становится малоприменимой на практике.
4. Одной из главных трудностей в управлении стоимостью является ее оценка. Вариативность оценок может быть весьма существенна в зависимости от метода оценки, взглядов инвестора на будущее фирмы и требуемой им доходности. Следовательно, при управлении стоимостью необходимо ориентироваться не на ее количественное значение, а на ее изменение.
5. В арсенале менеджеров предприятия существует ряд приемов, позволяющих наращивать рыночную стоимость в краткосрочном периоде в ущерб долгосрочным перспективам. Поэтому показатель рыночной стоимости не может служить единственным критерием в управлении стоимостью. Необходима увязка нескольких показателей, характеризующих рост компании и ее стоимости. По этой же причине мотивация менеджеров на рост стоимости на основе опционных программ является порочной практикой, усугубляющей разделение интересов собственников и менеджеров.
6. Оценка стоимости и управление ею подвержены субъективизму, в частности, в силу отношения инвесторов к доходности и риску. Единственным объективным показателем является рыночная стоимость фирмы, который имеет ограничения на применение. Среди них, необходимость совершения сделки купли-продажи, торгуемость акций на бирже, спекулятивный характер, влияние множества факторов, разнородность требований со стороны заинтересованных групп. Необходимо разработать такой критерий стоимости, который устранял бы названные ограничения.

7. Знание рыночной стоимости, не смотря на указанные ограничения, дает предприятию следующую важную информацию: показатель благосостояния собственников предприятия, обратную связь с внешней бизнес-средой, ключевой итоговый показатель результативности, возможность привлекать внешние источники финансирования, показатель конкурентоспособности фирмы. Поэтому регулярная оценка рыночной стоимости предприятия необходима и позволяет проанализировать результаты деятельности фирмы и ее менеджмента.
8. Стоимость бизнеса формируется согласно схеме представленной на рис. 2. Представленный механизм объясняет как на основе управления финансовыми показателями (в соответствии с концепцией KPI) формировать внутреннюю стоимость и, далее, воздействовать на рыночную стоимость предприятия.
9. Выделяется две группы факторов стоимости бизнеса: фундаментальные показатели и корпоративное управление. Применение фундаментальных показателей изолированно друг от друга значительно искажает информацию о деятельности и стоимости предприятия (См. пример). Кроме того, традиционные подходы к управлению показателями не позволяют однозначно выбрать и обосновать вклад отдельных показателей в итоговую стоимость, устранить субъективизм оценок. Требуется учитывать взаимосвязи неоднородных показателей и формализовать выбор наиболее значимых факторов формирования стоимости.
10. Корпоративное управление трактуется как совместная деятельность собственников и управляющих бизнесом по обеспечению справедливого баланса интересов, которые совпадают далеко не всегда. Причины этому могут быть разные, носящие как позитивный, так и негативный оттенок. Следовательно, управление стоимостью предприятия должно осуществляться через финансовые показатели, характеризующие баланс интересов.
11. Выбор показателей стоимости бизнеса варьируется в зависимости от субъекта управления. Встает вопрос о справедливости тех или иных оценок стоимости. Для решения этой проблемы используются комплексные системы. Однако системы, использующие пусть даже и представительное множество показателей, но не учитывающих их взаимосвязь в динамике, дают искаженную и неоднозначную информацию о стоимости. Чем больше показателей, тем больше неясности.
12. В качестве комплексной системы показателей предлагается баланс интересов участников корпоративных отношений. Чем больше таких участников удовлетворены результатами функционирования фирмы, тем выше внутренняя, и, как следствие, рыночная стоимость.
13. Установление рыночной стоимости предприятия происходит путем сопоставления внутренней его стоимости и рыночной цены. Чем выше внутренняя стоимость для большинства инвесторов по сравнению с рыночной ценой, тем сильнее рост рыночной стоимости. И наоборот. Этот факт необходимо использовать как инструмент управления стоимостью фирмы. Обеспечивая положительную динамику показателей, характеризующих способность создавать ценность для акционеров, менеджеры тем самым способствуют росту стоимости бизнеса.
14. Суть управления стоимостью бизнеса можно уточнить как реализация мероприятий и решений, которые улучшают баланс интересов.
15. К принципам управления стоимостью можно отнести следующие:
 - ☐ принцип действующего и развивающегося предприятия;
 - ☐ содержательное соответствие управляющего воздействия управляемому процессу;
 - ☐ информативность;
 - ☐ общность методики, используемой для анализа результатов деятельности;
 - ☐ операциональность;
 - ☐ методическая простота;

- управление должно быть основано на балансе интересов и на способности капитала приносить доход;
- динамическая сопоставимость и динамическая соподчиненность показателей.

2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА НА ОСНОВЕ СОБЛЮДЕНИЯ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ

2.1. Исходные свойства инструментария управления рыночной стоимостью

Прежде чем приступить к построению инструментария управления рыночной стоимостью сформулируем основные отправные моменты.

Во-первых, управление стоимостью бизнеса должно быть нацелено не на максимизацию стоимости, а на ее рост. Действительно, любая максимизация предполагает, что следующее значение какого-то параметра будет меньше максимума. Тогда как акционеры надеются, что их совокупное благосостояние, по крайней мере, не будет снижаться. Помимо этого, достигнув достаточно высокого значения рыночной стоимости нельзя утверждать, что это ее максимальное значение. Можно лишь утверждать, что это самое высокое значение за прошедшее время, то есть показатель вырос за определенный период времени.

Ориентация на максимизацию рыночной стоимости может вынудить менеджмент пойти на меры, повышающие стоимость бизнеса в краткосрочном периоде в ущерб долгосрочному развитию. Поэтому, целесообразнее ориентироваться на долгосрочный рост рыночной стоимости, а не на ее максимизацию в краткосрочном периоде.

Если же рассматривать максимизацию рыночной стоимости как задачу оптимизации функции по заданному критерию при наличии ограничений, то в качестве ограничений, как правило, выступают состояние внешней среды и внутренние ресурсы предприятия. Внешняя среда постоянно меняется. Современное развитие финансовых и других рынков позволяет привлекать требуемое количество ресурсов. Следовательно, постоянное изменение ограничений приводит к изменению значения максимума, что делает задачу нахождения экстремума бессмысленной.

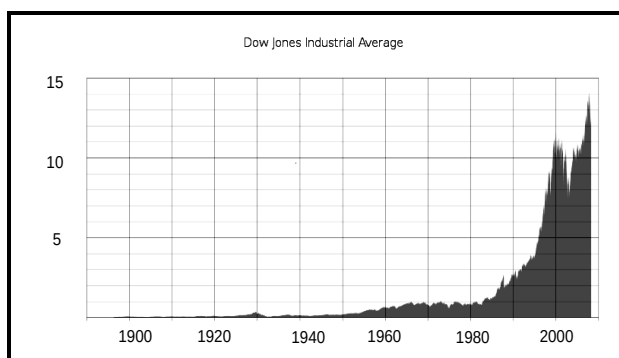


Рис. 3. Индекс Доу-Джонса за период 1900-2008 гг.

Во-вторых, рост рыночной стоимости не может быть постоянным в силу цикличности экономики. Снижение рыночной стоимости сопровождается ухудшением дру-

гих показателей деятельности предприятия. Однако через некоторое время наступит очередная стадия жизненного цикла, и появятся предпосылки для длительного роста. Если посмотреть на американский фондовый индекс Доу-Джонса, средний показатель курсов акций крупнейших компаний США, то можно заметить, что в долгосрочном периоде рыночная стоимость акций имеет тенденцию к росту, не смотря на кризисы 30-х, 70-х годов (рис. 3).

Тем не менее, цикличность экономики в период спада может оказывать давление на рыночную стоимость бизнеса, даже если результаты деятельности предприятия удовлетворяют ожиданиям инвесторов. Правда необходимо при этом заметить, что рыночная стоимость тех предприятий, которые в период спада имеют лучшие финансовые результаты, показывает наибольший рост по мере восстановления экономики. Поэтому управление рыночной стоимостью должно быть ориентировано не столько на ее постоянный рост, сколько на сохранение ее способности расти независимо от стадии экономического цикла.

В-третьих, в основе управления рыночной стоимостью лежит управление ключевыми показателями, выражающими интересы собственников предприятия. Принимая любое решение, в том числе и инвестиционного характера, субъекты рынка опираются на имеющуюся информацию. Объективную формализованную информацию, удобную для обработки, можно получить только на основании показателей финансово-хозяйственной деятельности. Именно поэтому пристальное внимание уделяется достижению приемлемых для рынка значений показателей. Чаще всего [15] в качестве таких показателей рассматриваются:

- объем продаж;
- прибыль после налогообложения;
- суммарные активы;
- численность работающих;
- уставный капитал и т.д.

Позитивная динамика представленных показателей неизменно влечет за собой рост стоимости бизнеса, так как это демонстрирует способности фирмы генерировать денежный поток и удовлетворять растущие финансовые требования инвесторов.

Фирмы разрабатывают системы ключевых показателей, которые, по их мнению, характеризуют ее как успешно развивающуюся. Тем самым дают сигнал инвесторам о вероятном росте бизнеса. Инвесторы, в свою очередь, должны оценить достоверность информации о достижениях фирмы и адекватности результатов деятельности, после чего принять решение о целесообразности вложений в данную фирму, воздействуя тем самым на рыночную стоимость бизнеса. И здесь возникает ряд проблем:

- допускаемая законодательством вариативность формирования финансовой отчетности и финансовых результатов предприятия позволяет последним в выгодном свете представлять свою деятельность инвестиционному сообществу. Нехитрые манипуляции с отчетностью дают возможность скрыть реальные убытки на забалансовых счетах, оставаясь, при этом, в глазах рынка успешной фирмой. Вспомним историю с компанией «Энрон» и другими американскими и европейскими корпорациями, которые на протяжении достаточно длительного периода времени в рамках закона своими результатами вводили в заблуждение весь рынок;
- защита коммерческой тайны не позволяет в полном объеме раскрывать информацию о деятельности фирмы [39],

хотя корпоративное законодательство предписывает менеджерам делать это. Действительно, компания-конкурент или рейдеры (корпоративные захватчики), купив небольшое количество акций, могли бы получить доступ к бухгалтерской и иной информации, чтобы использовать ее в своих корыстных целях. Подобные действия представляют серьезную угрозу существованию фирмы, поэтому в рамках сохранения коммерческой тайны в целях соблюдения интересов собственников в открытом доступе находится ограниченный объем информации. Это приводит к тому, что инвесторы, оценивая деятельность предприятия, используют лишь доступную информацию, находящуюся в открытом доступе, например, официальную финансовую отчетность;

- анализ разнородных показателей с применением традиционных методик дает противоречивую картину результатов деятельности фирмы. Пример, приведенный в первой главе, красноречиво демонстрирует данный факт. Удовлетворительные результаты даже по всем показателям могут не являться таковыми, если рассмотреть их динамику относительно друг друга. Поэтому важными свойствами при управлении по ключевым показателям становится их динамическая соподчиненность и динамическая сопоставимость.

Показатели деятельности предприятия, характеризующие интересы акционеров и управленцев, изменяются во времени, могут быть лучше ожиданий или хуже их, устраивать или нет различные заинтересованные группы. Более того, совокупные интересы собственников и менеджмента предприятия сами могут меняться со временем, сегодня у акционеров одни требования по прибыли, завтра другие; сегодня менеджеры получают удовлетворение от достигнутых результатов, завтра – нет. Поэтому при управлении стоимостью бизнеса необходимо, с одной стороны, критерию эффективности управления по ключевым показателям придать динамическое представление, с другой стороны, измерить степень отклонения фактических значений показателей функционирования от данного критерия. К тому же, необходимо учесть, что в целях управления стоимостью по показателям их придется каким-то образом упорядочивать, расставляя приоритетность, которая устраивала бы большинство участников корпоративного управления. Разнородность и многообразие показателей затрудняет эту задачу в рамках существующих подходов. Для устранения названных проблем припишем управлению по ключевым показателям свойства динамической сопоставимости и динамической соподчиненности, которые означают, что разнородные, на первый взгляд, показатели могут сравниваться и сопоставляться, если рассматривать их изменение в динамике. Идея упорядочения показателей динамики экономических систем принадлежит И.М. Сыроежину [97], она была в дальнейшем развита его учениками [32, 72, 88, 122, 140]. Им было замечено, что несопоставимые в статике характеристики хозяйства становятся сопоставимыми в динамике.

Проиллюстрируем эту мысль простым примером. Пусть, например, имеются три несопоставимых в статике показателя:

- длительность обращения дебиторской задолженности;
- среднесписочная численность работающих;
- валовая прибыль корпорации.

Сравнить эти величины трудно, если их рассматривать как статические. Действительно, как можно сравнивать показатель, измеряемый в днях, с показателем, выраженным в денежных единицах или количестве людей. Но в динамике появляется некоторый естественный порядок. А именно, длительность обращения деби-

торской задолженности должна снижаться, что характеризует эффективное управление оборотными активами. Также естественно считать, что валовая прибыль растет быстрее, чем численность работающих и таким образом растет производительность труда.

В итоге имеем:

$$h_1 > h_2 > h_3,$$

где

h_1 – темп роста валовой прибыли;

h_2 – темп роста численности персонала;

h_3 – темп роста длительности оборота дебиторской задолженности.

Соблюдение указанного порядка свидетельствует об эффективности управления предприятием. Его нарушение говорит о наличии проблем. Так изменение порядка в соседних показателях неравенства указывает на имеющиеся отдельные недостатки в деятельности менеджеров и, как следствие, недостижение результатов, устраивающих инвесторов. Это свидетельствует о нарушениях в хозяйственном обороте предприятия, которые наверняка сказываются на совокупном благосостоянии собственников. Обратный представленному выше порядок является признаком серьезных проблем в деятельности фирмы, что оказывает негативное влияние на изменение рыночной стоимости. В этом случае наемные менеджеры управляют предприятием не по критерию роста рыночной стоимости, что требует серьезного вмешательства со стороны владельцев бизнеса.

Таким образом, несопоставимые в статике показатели становятся сопоставимыми в динамике. Более того, в динамике темповые характеристики организации имеют некоторый естественный порядок, могут быть проранжированы и соподчинены относительно друг друга. Порядки темпов не обязаны быть линейными, они могут быть также частичными и полными.

Благодаря реализации принципов динамической сопоставимости и динамической соподчиненности, можно сопоставить результаты (показатели) хозяйственной деятельности анализируемого предприятия:

- с общепринятыми нормами и стандартами для оценки эффективности корпоративного управления;
- с аналогичными данными за предыдущие годы для изучения тенденций улучшения или ухудшения экономического состояния предприятия;
- с аналогичными данными других предприятий, что позволяет выявить его возможности;
- с различными, неоднородными показателями анализируемого предприятия внутри того же временного интервала.

Таким образом, можно утверждать, что развитие предприятия адекватно описывается динамической моделью, в которой различные частные характеристики должны находиться в определенной соподчиненности.

Можно сделать следующий вывод: в основе управления стоимостью бизнеса лежит управление по ключевым показателям, которое должно учитывать допустимое «приукрашивание» финансовой отчетности, ограниченность имеющейся для принятия решений информации, а также важные свойства показателей – динамическую соподчиненность и динамическую сопоставимость.

В-четвертых, различают понятия стоимости бизнеса и стоимости акций. Данное различие обусловлено особенностями организации финансовой системы государства [10]. В экономической теории принято различать два способа организации финансовой системы: англосаксонский (США, Великобритания) и континен-

тальный (Германия, Центральная Европа, Япония). Финансовые системы англосаксонского типа характеризуются высочайшим уровнем развития фондового рынка, поэтому основным способом привлечения финансовых ресурсов служит эмиссия акций, облигаций и других ценных бумаг. Развитые рынки ценных бумаг реагируют на любую информацию (как положительную, так и негативную) о деятельности организации, что отражается в рыночных котировках ценных бумаг. В рамках данной финансовой системы инвесторы в первую очередь рассматривают на быстрый рост курса акций. Их интересы носят преимущественно краткосрочный характер и не связаны напрямую с отдачей от инвестиционных проектов. Поэтому главным критерием эффективности бизнеса является увеличение стоимости акций в интересах акционеров.

Финансовые системы континентального типа отличает сравнительно низкий уровень развития финансовых рынков, особенно рынков рискованного капитала. Основными источниками финансирования здесь выступают краткосрочные и долгосрочные кредиты банков. Причем степень вовлеченности в управление предприятием банков, кредиторов, профсоюзов и т.п. очень высока. Более того, в странах с данным типом финансовой системы повышение стоимости бизнеса в интересах акционеров считается антиобщественной политикой [11]. Поэтому для континентальной модели бизнеса главной целью и критерием оценки эффективности является рост рыночной стоимости компании (бизнеса) в целом, отражающий интересы его собственников, кредиторов, работников, государства.

Несмотря на различия в целях управления бизнесом у рассмотренных выше финансовых систем, суть их сводится к одному и тому же – увеличению благосостояния всех заинтересованных сторон. Отсюда, инструментарий управления рыночной стоимостью должен быть ориентирован как на рост рыночной стоимости акций, так и на рост рыночной стоимости бизнеса. Тем более что в российских условиях пока еще большая часть предприятий не является активным эмитентом ценных бумаг, при этом оставаясь крайне заинтересованными в росте стоимости бизнеса.

В-пятых, основным драйвером роста рыночной стоимости бизнеса является создание ценности для его владельцев, в качестве которого выступает баланс интересов акционеров и менеджеров.

Как было показано ранее, рыночная стоимость предприятия формируется в зависимости от внутренней его стоимости. Внутренняя стоимость бизнеса у каждого инвестора разная и зависит от его личных предпочтений. При этом они придают разную значимость различным аспектам деятельности предприятия. Для того чтобы произошло значительное изменение стоимости бизнеса, большинство инвесторов должно осознать, что фирма создает ценности для своих акционеров и их совместное сотрудничество экономически целесообразно. Чем большее количество потенциальных и настоящих инвесторов удовлетворены результатами деятельности фирмы, тем выше ее рыночная стоимость. Учитывая разнородность требований инвесторов, обеспечить их одинаково позитивное восприятие фирмы достаточно сложно. Неясность критериев оценки деятельности предприятия со стороны рынка усиливает неопределенность в принятии решений по управлению стоимостью предприятия. Нужен инстру-

ментарий, позволяющий согласовывать разнородные требования инвесторов и разрабатывать мероприятия по улучшению баланса интересов, приводящие к росту рыночной стоимости. Построим такой инструментарий.

2.2. Эталонная динамика ключевых показателей – основополагающий критерий роста рыночной стоимости

Управление рыночной стоимостью предприятия нацелено на ее рост, а не на максимизацию. Увеличение рыночной стоимости является следствием роста внутренней стоимости в глазах большинства инвесторов. Чем большее количество потенциальных владельцев бизнеса осознают его способность создавать ценности для своих собственников, тем выше как рыночная стоимость бизнеса, так и стоимость его акций. Оценивая данную способность, субъекты рынка делают это либо самостоятельно, либо прибегают к помощи третьих лиц – аналитиков. Независимо от того, кто производит оценку, в ее основе лежит анализ показателей деятельности. Бывают, конечно, ситуации, когда инвестор принимает интуитивные решения, но это, как правило, исключение. Поэтому управление стоимостью бизнеса осуществляется посредством управления ключевыми показателями деятельности.

Проблема состоит в том, что инвесторы в качестве ключевых видят различные показатели. Так для некоторых ценность заключается в росте объемов реализации, которая, по их мнению, характеризует конкурентоспособность продукции и возможность генерировать значительные денежные потоки. Для других важен размер фирмы, выраженный показателем совокупных активов. Они полагают, чем больше имущества у фирмы, тем она дороже. Третьи обращают внимание на размер прибыли, которая, по их мнению, является показателем эффективности деятельности и источником их текущих доходов в виде дивидендов и т.д. Отсюда, в целях управления стоимостью фирмы необходимо согласовывать разнородные требования собственников, находить баланс интересов, что является залогом высокой оценки внутренней и, как следствие, рыночной стоимости. Для взаимного согласования разнородных интересов, выраженных различными показателями, воспользуемся принципами динамической соподчиненности и динамической сопоставимости.

В качестве основных показателей баланса интересов примем следующие показатели:

- выручка от реализации продукции (**ВР**);
- прибыль до налогообложения (**П**);
- чистая прибыль (**ЧП**);
- численность персонала (**Ч**);
- совокупные активы (**СА**);
- выплаченные дивиденды (**Д**).

Именно эти показатели мы рекомендуем использовать инвесторами в анализе деятельности предприятия.

- Во-первых, в условиях ограниченности информации, собственной корпоративному управлению, рассматриваемые показатели являются наиболее доступными, в силу того, что являются обязательными к опубликованию в средствах массовой информации и в некоторых экономических изданиях выходят в составе рейтингов предприятий.
- Во-вторых, отражают важнейшие финансовые характеристики для настоящих и потенциальных акционеров:
 - экономический рост и размер корпорации – **ВР** и **СА**;
 - отдача от авансированного капитала – **П** и **ЧП**;

- эффективность использования ресурсов и производительность – $\mathcal{H}$;
- рост благосостояния владельцев – $\mathcal{D}$ [14, 23].
- В-третьих, настоящие показатели поддаются упорядочиванию в динамике.

Следовательно, на основе представленных показателей можно получить достаточно информативные аналитические выводы о деятельности менеджеров в установлении баланса интересов.

Как отмечалось, корпорации динамичны, поэтому важно знать условия, достаточные для выявления успешно развивающихся систем. Для определения таких условий упорядочим рассмотренные выше показатели, и тем самым зададим эталонную норму их развития.

В [39] приводится «золотое правило» экономики предприятия:

$$1 < h(\mathcal{CA}) < h(\mathcal{BP}) < h(\mathcal{H}), \quad (3)$$

где h – темпы показателей.

Неравенства имеют очевидную интерпретацию. Первое слева неравенство означает, что организация находится в состоянии роста, масштабы ее деятельности увеличиваются. Нарастивание активов компании, как было отмечено выше, является одной из основных целевых установок, формулируемых как собственниками компании, так и ее управленческим персоналом. Причем это может происходить и в явной, и в неявной формах. Из второго неравенства видно, что ресурсы фирмы в форме активов используются более эффективно, то есть происходит ускорение их оборачиваемости. Это следует из формулы оборачиваемости активов:

$$OA = \frac{BP}{CA}, \quad (4)$$

где OA – количество кругооборотов активов, совершаемых ими за определенный период.

Увеличение оборотов рассматривается как положительная тенденция, следовательно, числитель должен возрастать более быстрыми темпами, то есть:

$$h(\mathcal{BP}) > h(\mathcal{CA}),$$

где h – темпы показателей.

Ускорение оборачиваемости позволяет высвободить часть денежных средств из хозяйственного оборота, и при определенных условиях получить дополнительную прибыль.

Неравенство $h(\mathcal{BP}) < h(\mathcal{H})$ означает, что прибыль возрастает опережающими темпами, что вызвано относительным снижением постоянных издержек при росте объема продаж.

Введем в неравенство (3) показатели численности работающих и чистой прибыли:

$$1 < h(\mathcal{H}) < h(\mathcal{CA}) < h(\mathcal{BP}) < h(\mathcal{H}) < h(\mathcal{CH}). \quad (5)$$

Неравенство $h(\mathcal{H}) < h(\mathcal{CA})$ следует из требования роста производительности труда, одним из способов расчета которой является отношение $\mathcal{CA}$ к $\mathcal{H}$. Действительно, чем больший объем ресурсов обрабатывается определенным количеством работников, тем выше отдача от их труда, и, как следствие, возрастают доходы организации. Для того чтобы производительность труда росла, необходимо обеспечить более быстрый рост числителя над знаменателем. $1 < h(\mathcal{H})$ соответствует нежеланию менеджеров сокращать персонал, о чем уже было сказано выше, тем самым соответствуя их интересам. Кроме того, социальная ответственность бизнеса также к этому обязывает.

Неравенство $h(\mathcal{H}) < h(\mathcal{CH})$ также легко объяснимо. Чистая прибыль, в отличие от прибыли до налогообложения, полностью поступает в распоряжение акционеров. Естественно предположить, что акционеры компании будут требовать более быстрого роста чистой прибыли по сравнению с прибылью до налогообложения. При этом необходимо задействовать методы налогового планирования и оптимизации налогообложения для снижения налогового бремени.

Цепочка неравенств (5) справедлива для фирм, деятельность которых безубыточна, размеры прибыли до налогообложения и чистой прибыли больше нуля. Иначе, расчет темпов характеристик не представляется возможным, так как их вычисление производится только для положительных величин. Однако нередко встречаются корпорации, имеющие отрицательную рентабельность. Как быть в этом случае? Ведь потребность в анализе деятельности таких фирм от наличия убытков не снижается и вообще не должна зависеть.

Для решения этой проблемы введем понятие квазитемпов, которые своим видом не отличаются от традиционных темпов, но в их расчетах могут использоваться отрицательные значения:

$$h'(a) = \frac{a_2}{a_1}, \quad (6)$$

где

$h'(a)$ – квазитемп показателя a ;

a_2 – значение показателя a в текущем периоде;

a_1 – значение показателя a в предыдущем периоде.

Возможны три случая:

1. $a_2 > 0$ $a_1 < 0$. Такая ситуация является приемлемой для предприятия, так как за истекший период произошло значительное улучшение ситуации. Фирме удалось ликвидировать отрицательное значение показателя. Следовательно, для исправления ситуации, необходимо требовать, чтобы $h'(a) = \frac{a_2}{a_1} < 0$.

2. Предположим, что компании не удалось до конца ликвидировать неудовлетворительные результаты своей предыдущей деятельности, но фирма значительно уменьшила свои убытки. То есть, $a_1 < a_2 < 0$. Подобное положение вещей свидетельствует, что предприятие находится на пути к оздоровлению, отрицательные значения показателей сократились, что может рассматриваться как успешный результат деятельности. Отсюда, для квазитемпа нормативным значением в этом случае будет:

$$h'(a) = \frac{a_2}{a_1} < 1,$$

так как

$$a_1 < a_2 < 0.$$

3. Если же значение a в предшествующем отчетному периоде было положительным, то есть $a_1 > 0$, то в этой ситуации необходимо требовать, чтобы в следующем временном интервале показатель рос:

$$0 < a_1 < a_2.$$

Темп соответственно будет следующим:

$$h(a) = \frac{a_2}{a_1} > 1.$$

Однако может произойти случай, когда $a_2 < 0$.

Квазитемп здесь будет:

$$h'(a) = \frac{a_2}{a_1} < 0,$$

что рассматривается как неприемлемый для организации факт. Следовательно, в случае $a_1 > 0$ на квазитемп необходимо наложить требование $h'(a) > 1$.

Таким образом, нормативным ограничением значения для квазитемпа $h'(a)$ будет:

1. В случае, если в предыдущем периоде деятельности значение показателя было отрицательным:

$$(a_1 < 0),$$

то

$$h'(a) < 1.$$

2. В противном случае ($a_1 > 0$) – $h'(a) > 1$.

Вернемся к неравенству (5). Среди представленных показателей отрицательными могут быть **ЧП** и **П**, то есть показатели чистой прибыли и прибыли до налогообложения соответственно. Другие показатели являются положительными по своему экономическому содержанию. Поэтому в случае убытков в предшествующем анализу периоде неравенство (5) примет вид:

$$h'(ЧП) < h'(П) < 1 < h(Ч) < h(СА) < h(ВР). \quad (7)$$

Следующим шагом в построении измерителя качества корпоративного менеджмента является сопоставление и соподчинение рассмотренных показателей с показателем выплаты дивидендов. Рассмотрим этот вопрос подробнее.

Место показателя выплаты дивидендов в неравенстве (5) зависит от принятого на предприятии типа дивидендной политики. Дивидендная политика представляет собой составную часть общей политики формирования финансовых ресурсов предприятия, заключающуюся в оптимизации пропорций между капитализируемой и выплачиваемой акционерам частями прибыли.

Всего можно выделить следующие нижеперечисленные типы [7]:

1. Остаточная политика дивидендных выплат

Предполагает, что фонд выплат дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в собственных финансовых ресурсах, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия.

Достоинства: обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости.

Недостатки:

- нестабильность размеров дивидендных выплат;
- полная непредсказуемость формируемых размеров дивидендов в предстоящем периоде;
- возможен отказ платить дивиденды в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на уровне цены акции.

Такая политика используется на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной политики.

2. Политика стабильного размера дивидендных выплат

Предполагает выплату неизменной суммы дивидендов на протяжении продолжительного периода.

Достоинства:

- надежность, создающая уверенность у акционеров в неизменности уровня дохода, независимость от различных обстоятельств;
- стабильность котировок акций на фондовом рынке.

Недостатки: слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем, в периоды неблагоприятной конъюнктуры размер реинвестируемой прибыли будет стремиться к нулю.

3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (или политика «экстра-дивиденда»)

Предполагает выплату определенной суммы на протяжении длительного периода, а в случае достижения хороших финансовых результатов выплачивается дополнительная сумма.

Достоинства:

- стабильность, гарантированная выплата дивидендов;
- высокая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющая увеличить размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности.

Недостатки: при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается.

Такая политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли.

4. Политика стабильного уровня дивидендов

Предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат ($K_{дв}$) по отношению к сумме прибыли.

$$K_{дв} = \frac{Д}{ЧП} = const, \quad (8)$$

где

Д – сумма дивидендных выплат по предприятию;

ЧП – сумма чистой прибыли предприятия.

Достоинства:

- простота формирования;
- тесная связь с размером формируемой прибыли.

Недостатки: нестабильность размера дивидендных выплат, следовательно, возможны перепады рыночной стоимости акций по отдельным периодам, и такую политику рекомендовано использовать зрелым компаниям со стабильной прибылью.

Подобная политика подходит для зрелых компаний со стабильной прибылью. Если размер прибыли существенно изменяется в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов

Предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат с течением времени. Возрастание дивидендов при этом происходит в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде.

Таблица 4

РАЗМЕР ВЫПЛАЧИВАЕМЫХ ДИВИДЕНДОВ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ ПОЛИТИКИ ПОСТОЯННОГО ИХ ВОЗРАСТАНИЯ

Периоды	0	1	2	...	n
---------	---	---	---	-----	---

Периоды	0	1	2	...	n
Сумма дивидендов	div_0	$div_0(1+g)$	$div_0(1+g)^2$	...	$div_0(1+g)^n$

Пусть div_0 – сумма дивидендов в начальный период времени, а g – ежегодный темп прироста дивидендов, выраженный в долях. Тогда политика постоянного возрастания дивидендов будет выглядеть следующим образом (табл. 4).

Достоинства:

- обеспечение высокой рыночной стоимости акции;
- формирование положительного имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительной эмиссии.

Недостатки:

- отсутствие гибкости в проведении такой политики;
- постоянное возрастание финансовой напряженности, как следствие, снижение инвестиционной активности предприятия и финансовой устойчивости.

Поэтому такую политику могут позволить себе лишь реально процветающие компании, если же она не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то это верный путь к банкротству.

Для наглядности, различные типы дивидендной политики корпорации можно представить в виде графика (рис. 4).

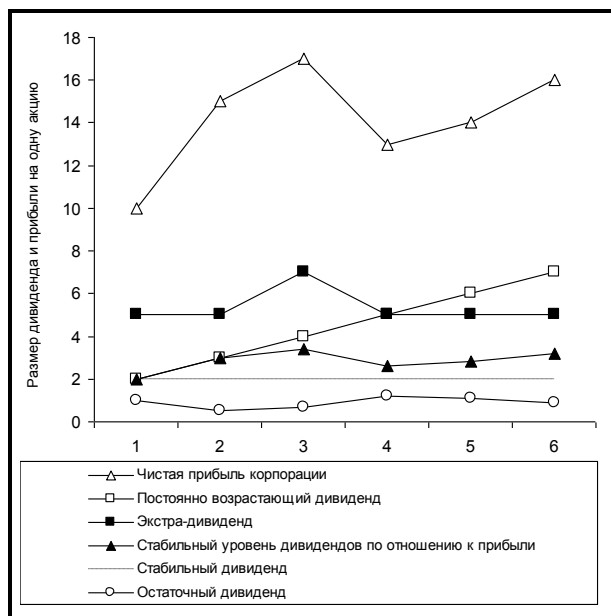


Рис. 4. Динамика изменения дивиденда на одну акцию при различных типах дивидендной политики

Выбор фирмой той или иной дивидендной политики определяется собственниками фирмы и зависит от многих условий. Дивидендная политика является одним из краеугольных камней согласования корпоративных интересов как между акционерами, так и в отношениях «владелец–менеджер». Это происходит в силу того, что рефинансирование прибыли является достаточно существенным источником развития фирмы. С этих позиций менеджеры заинтересованы в уменьшении доли чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов. Но, с другой стороны, по величине дивидендов большинство акционеров судит о целесообразности инвестиций, так дивиденды оказывают непосредственное влияние на курс акций. Тем самым, приходится решать задачу определения компромиссного значения коэффициента дивидендных выплат $K_{дв}$ (8).

Помимо этого, акционеры могут придерживаться разных взглядов к оценке влияния дивидендов на их доходы. Известны два возможных подхода.

Первый подход предполагает, что дивиденды влияют на стоимость акций фирмы. Его последователи в определении стоимости принадлежащих им акций опираются на формулу Гордона [114]:

$$P = \frac{D_0(1+g)}{i-g}, \quad (9)$$

где

P – текущая стоимость акции;

D_0 – сумма дивиденда, выплаченного в начальный период времени;

g – ежегодный темп прироста дивидендов;

i – доходность, требуемая инвесторами-акционерами.

Отсюда видно, что, изменяя дивиденды, тем самым можно воздействовать как на стоимость акций, так и на совокупное благосостояние собственников, складывающееся из этой стоимости, и из получаемых дивидендов.

Сторонники второго подхода опираются на теорию Модильяни и Миллера [65], которые предположили, что дивиденды не влияют на стоимость акций. Обосновывается это следующими соображениями. Если, например, выплаченные дивиденды оказались меньше, чем ожидали инвесторы, то они могут продать часть своих акций, чтобы получить желаемое количество средств. Если дивиденды оказались большими, то акционеры покупают на полученные дивиденды дополнительное количество акций. Таким образом, акционеры своими действиями могут любое решение по дивидендам свести к одним и тем же результатам.

Однако мы в построении инструмента координации и контроля корпоративных интересов будем придерживаться первого подхода. Во-первых, предположение Модильяни и Миллера обосновано только как теоретическая схема идеального рынка. Во-вторых, многие акционеры, особенно имеющие низкие доходы в текущем периоде, не согласятся с отсрочкой текущих доходов, то есть с реинвестированием прибыли, которая могла бы быть выплачена в виде дивидендов. Такая ситуация является весьма распространенной, в том числе и в России, даже в тех корпорациях, где владелец и менеджер – одно лицо.

Выбранный тип дивидендной политики отражает то место, которое занимает объем выплачиваемых дивидендов в упорядочении (5). Так если выбрана политика стабильного уровня дивидендов по отношению к прибыли, то (5) будет иметь вид:

$$1 < h(Ч) < h(СА) < h(ВР) < h(П) < h(ЧП) = h(Д). \quad (10)$$

Если стабильного дивиденда, то:

$$1 = h(Д) < h(Ч) < h(СА) < h(ВР) < h(П) < h(ЧП) \quad (11)$$

и т.д.

Тем не менее, все эти условия являются достаточно жестким и сильно разнятся от фирмы к фирме. К нашему же инструментарию мы выдвинули требование общности, то есть применимости к широкому спектру объектов корпоративной формы хозяйствования. Это сделано для того, чтобы:

- во-первых, проводить межкорпоративные сравнения, для этого компании должны быть унифицированы по показателям и их порядку в нормативных неравенствах;
- во-вторых, не все акционеры-инсайдеры, и тем более аутсайдеры, владеют полной информацией о дивидендной политике фирмы.

Для оценки сбалансированности корпоративных интересов им должно быть достаточно открытой финансовой отчетности. Исходя из вышеизложенного, выдвинем весьма нежесткое требование к дивидендным выплатам, но отвечающее интересам большинства акционеров: $h(D) \geq 1$. То есть сумма выплачиваемых дивидендов, по крайней мере, не должна снижаться во времени. Акционеры, как представляется, будут уверены в своих текущих доходах, а менеджерам не обязательно находиться в напряженности по поводу обеспечения высоких темпов роста дивидендов, что соответствует ситуации баланса интересов. Таким образом, в окончательном варианте упорядочение корпоративных интересов будет выглядеть в виде системы неравенств:

$$\begin{cases} 1 < h(Ч) < h(СА) < h(ВР) < h(П) < h(ЧП); \\ 1 \leq h(D), \end{cases} \quad (12)$$

где

$h(a)$ – темп роста показателя a ;

$Ч$ – численность работающих;

$СА$ – сумма совокупных активов;

$ВР$ – выручка от реализации продукции;

$П$ – прибыль до налогообложения;

$ЧП$ – прибыль после выплаты процентов и налогов;

D – сумма выплаченных дивидендов.

Эту систему можно записать в виде графа (рис. 5).

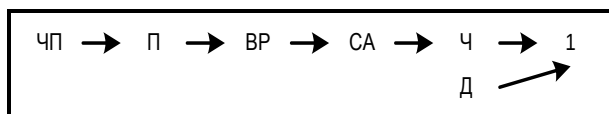


Рис. 5. Граф упорядочения показателей сбалансированности корпоративных интересов

Направление каждой стрелки описывает соотношение между нормативными темпами показателей. Так $ЧП \rightarrow П$ означает: $h(ЧП) > h(П)$.

Построенный инструментарий управления рыночной стоимостью удовлетворяет всем требованиям, выдвинутым нами.

1. Он нацелен не на максимизацию рыночной стоимости, а на ее рост. Причем такой рост нельзя обеспечить только мероприятиями, носящими краткосрочный эффект. Достижение эталонной динамики является результатом комплекса мероприятий, приводящих одновременно и к росту производительности, и к росту деловой активности, и к росту рентабельности, и т.д. Этому способствует взаимовязка различных показателей. Так, например, следуя требованиям обеспечения роста прибыли более высокими темпами, чем выручки, нельзя будет добиваться роста объемов продаж неоправданно высокими расходами на маркетинг. Иначе рост выручки будет опережать рост прибыли, что не соответствует «золотому правилу экономики предприятия». То же самое можно сказать и про увеличение численности сотрудников. Да, ее можно увеличивать, но при этом, менеджеры должны добиться высокой производительности труда, то есть вновь принятые работники должны обеспечить больший прирост выручки. Примеры можно продолжить. Поэтому рост рыночной стоимости на основе достижения баланса интересов (12) носит как краткосрочный, так и долгосрочный характер.

2. Соблюдение баланса интересов (достижения порядка (12)) в условиях ухудшения хозяйственной конъюнктуры гарантирует, даже в условиях кризиса, повышенное внимание к предприятию со стороны инвесторов. На стадии спада рыночные субъекты сокращают свои инвестиционные программы, ограничивают свои расходы, что оказывает негативное влияние на объемы реализации продукции в целом по экономике. Это объективные условия, и здесь ничего не поделать – эталонная динамика (12) нарушается. Однако, если, при этом, падение выручки сопровождается соответствующим снижением расходов и численности, что, в свою очередь, приводит к падению прибыли более медленными темпами, чем выручки и численности, то нарушение «золотого правила экономики предприятия» будет относительно незначительным. Даже в условиях экономического кризиса можно и нужно добиваться максимального приближения к эталонной динамике. Это будет свидетельствовать о сохранении финансового потенциала предприятия и способности к достаточно быстрому возобновлению роста. Поэтому возрождение инвестиционной активности на финансовом рынке начинается с таких фирм. Именно акции предприятий с высоким значением баланса интересов пользуются наивысшим спросом в период выхода из кризиса и начала восстановления экономики.

В случае взаимоупорядочения ключевых показателей устраняется возможность манипуляций с финансовой отчетностью. Современные системы бухгалтерского учета в определенных пределах допускают вариативность в формировании основных показателей деятельности: доходов, расходов, прибыли и т.д. Это, в свою очередь, позволяет финансистам предприятия представлять рынку «приукрашенную» финансовую отчетность, тем самым, скрывая истинное положение дел. Естественно, что рынок реагирует на подобную «приукрашенную» информацию ростом рыночной стоимости, так как инвесторы, в данном случае, будут принимать решения на основе необъективной информации. Конечно, бесконечно этот процесс продолжаться не может. Рано или поздно, проблемы станут явными, и скрывать их не будет возможным. Однако в краткосрочной перспективе применение таких инструментов является довольно распространенным вариантом увеличения рыночной стоимости не только в России. Применение международных стандартов финансовой отчетности ситуацию не меняет.

3. Соблюдения же эталонной динамики показателей не удастся добиться простыми манипуляциями с финансовой отчетностью. Требование взаимной увязки показателей ограничивает такую возможность. Действительно, одно дело представить в выгодном свете рост нескольких показателей, совсем другое – обеспечить эталонную динамику темпов роста (12). Рискнем предположить, что достичь соблюдения упорядочения (12) только манипуляциями с финансовой отчетностью невозможно. «Колдуя» с одним показателем, необходимо учитывать его связь со всеми остальными, что снижает возможность маневра. Задача «оптимизации» отчетности становится бесперспективной.
4. Показатели, используемые в управлении рыночной стоимостью на основе эталонной динамики (12), находятся в свободном доступе – официальной финансовой отчетности. В условиях ограниченности информации данное обстоятельство позволяет производить оценку баланса интересов и определять направления движения рыночной стоимости любым субъектам рынка, как собственным акционерам, так и сторонним инвесторам.
5. Правило (12) основано на свойствах динамической соподчиненности и динамической сопоставимости показателей. Это позволяет оценивать деятельность предприятия как результат совокупности факторов и получать однозначную интерпретацию результатов деятельности.
6. Эталонная динамика (12) соответствует и росту стоимости акций, и росту стоимости бизнеса. Данное соотношение должно соблюдаться для любого предприятия независимо от обращаемости на фондовом рынке. Это осо-

бенно важно для российской экономики, где совсем небольшая часть предприятий котирует свои акции на бирже, либо их акции являются малоликвидным финансовым инструментом, по которому трудно судить об их объективной рыночной стоимости.

7. Выражение (12) является отражением сложившегося на предприятии баланса интересов, а значит, является характеристикой того, в какой мере предприятие способно создавать ценности для своих акционеров.

2.3. Оценка сбалансированности интересов субъектов корпоративного управления

Как уже было отмечено, независимо от состояния экономики и хозяйственной конъюнктуры в целях роста рыночной стоимости необходимо стремиться к соблюдению эталонной динамики показателей (12). Понятно, что фактическая динамика показателей совпадает с нормативной далеко не всегда. Как количественно измерить степень совпадения? При чем степень достижения эталонной динамики должна выражаться единым обобщающим показателем. Подобная оценка легко интерпретируется, позволяет сжать большой объем информации о достигнутых результатах и позволяет проводить сравнительный анализ, как с другими предприятиями, так и между подразделениями одного предприятия. Для построения сводного показателя прибегнем к помощи аппарата теории матриц.

Зададим упорядочивание (12) в матричной (табличной) форме по следующему правилу:

$$M[\text{ЭП}] = \{\mu_{ij}\}, \quad (13)$$

$$\mu_{ij} = \begin{cases} 1, & \text{если } \text{Темп}^3(i) > \text{Темп}^3(j) \text{ и для } i = j; \\ -1, & \text{если } \text{Темп}^3(i) < \text{Темп}^3(j); \\ 0, & \text{если упорядочение между } \text{Темп}^3(i) \text{ и } \text{Темп}^3(j) \text{ не установлено,} \end{cases}$$

где μ_{ij} – элемент матрицы эталонного упорядочения;

i, j – номера показателей, i – номер строки, j – номер столбца;

$\text{Темп}^3(i), \text{Темп}^3(j)$ – эталонные темпы роста показателей i, j .

В нашем случае соотношение (12) в матричной форме представляет из себя табл. 5.

Таблица 5

**МАТРИЦА ЭТАЛОННОЙ ДИНАМИКИ
КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
ПРЕДПРИЯТИЯ М [ЭП]**

Показатель	Калибр	Ч	СА	ВР	БП	ЧП	Д
Калибр	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ч	1	1	-1	-1	-1	-1	0
СА	1	1	1	-1	-1	-1	0
ВР	1	1	1	1	-1	-1	0
БП	1	1	1	1	1	-1	0
ЧП	1	1	1	1	1	1	0
Д	1	0	0	0	0	0	1

Калибр – это единица. Рассмотрим показатель **ВР** (выручка от реализации продукции). В эталонном порядке темп роста выручки должен быть больше темпа роста совокупных активов (**СА**) и меньше темпа роста чистой прибыли (**ЧП**). То есть,

$$\text{Темп}^3(\text{ВР}) > 1;$$

$$\text{Темп}^3(\text{ВР}) > \text{Темп}^3(\text{СА});$$

$$\text{Темп}^3(\text{ВР}) < \text{Темп}^3(\text{ЧП}).$$

Следовательно, согласно (13) на пересечении строки «**ВР**» и столбца «Калибр» стоит единица, на пересечении строки «**ВР**» и столбца «**СА**» – 1, на пересечении строки «**ВР**» и столбца «**ЧП**» – -1. Соотношение между **ВР** и **Д** не установлено, известно лишь, что темпы роста и того, и другого показателя должны быть больше единицы, стало быть, на пересечении строки и столбца этих показателей стоит 0. По диагонали ($i = j$) (заштрихованные клетки) стоят единицы. Точно также заполняются оставшиеся клетки таблицы.

Далее предположим, что фактическая динамика показателей отличается от рекомендуемой (эталонной), что является весьма распространенной ситуацией. Более того, возьмем реальные показатели деятельности ОАО «Газпром» за период 2006-2007 гг. (Таблица 6). Данные рассчитаны по официальной финансовой отчетности представленной на сайте ОАО «Газпром».

Таблица 6

**ТЕМПЫ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОАО
«ГАЗПРОМ» ЗА ПЕРИОД 2006-2007 гг.**

Коэффициенты	Обозначение	Темпы	Темпы предположительные
Численность	Ч	0,995	>1
Совокупные активы	СА	1,147	>1
Выручка от реализации	ВР	1,087	>1
Балансовая прибыль	БП	1,051	>1
Чистая прибыль	ЧП	1,049	>1
Дивиденды	Д	1,693	>1

Для проверки достигнутых результатов на соответствие эталонному упорядочению (12) представим полученные данные в виде матрицы аналогичной матрице (13).

$$M[\text{ФП}] = \{\eta_{ij}\}, \quad (14)$$

$$\eta_{ij} = \begin{cases} 1, & \text{если } \text{Темп}^{\Phi}(i) > \text{Темп}^{\Phi}(j) \text{ и для } i = j; \\ -1, & \text{если } \text{Темп}^{\Phi}(i) < \text{Темп}^{\Phi}(j); \\ 0, & \text{если упорядочение между } \text{Темп}^{\Phi}(i) \text{ и } \text{Темп}^{\Phi}(j) \text{ не установлено,} \end{cases}$$

где

η_{ij} – элемент матрицы фактического упорядочения;

i, j – номера показателей, i – номер строки, j – номер столбца;

$\text{Темп}^{\Phi}(i), \text{Темп}^{\Phi}(j)$ – фактические темпы изменения показателей i, j ;

$\text{Темп}^3(i), \text{Темп}^3(j)$ – эталонные темпы изменения показателей i, j .

Табл. 6 будет соответствовать следующая матрица (табл. 7).

Таблица 7

**МАТРИЦА ФАКТИЧЕСКОЙ ДИНАМИКИ
КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
ПРЕДПРИЯТИЯ М [ФП]**

Показатель	Калибр	Ч	СА	ВР	БП	ЧП	Д
Калибр	1	1	-1	-1	-1	-1	-1
Ч	-1	1	-1	-1	-1	-1	0
СА	1	1	1	1	1	1	0
ВР	1	1	-1	1	1	1	0
БП	1	1	-1	-1	1	1	0
ЧП	1	1	-1	-1	-1	1	0
Д	1	0	0	0	0	0	1

Здесь рассмотрим строку «ВР» по тем же показателям, что и в случае с эталонным порядком.

$$\text{Темп}^{\Phi}(\text{ВР}) > 1;$$

$$\text{Темп}^{\Phi}(\text{ВР}) < \text{Темп}^{\Phi}(\text{СА});$$

$$\text{Темп}^{\Phi}(\text{ВР}) > \text{Темп}^{\Phi}(\text{ЧП}).$$

Видим, что по трем представленным соотношениям, фактический порядок совпадает с рекомендуемым только в одном из них: темп роста выручки должен быть больше единицы. В двух остальных эталонный порядок нарушается: темп роста выручки меньше роста суммарных активов, но больше темпа роста чистой прибыли, тогда как должно быть наоборот (см. формулу (12)). Это нашло свое отражение в табл. 7.

На пересечении строки «ВР» и столбца «Калибр» стоит единица, на пересечении строки «ВР» и столбца «СА» – -1, на пересечении строки «ВР» и столбца «ЧП» – 1. Также как и в нормативном порядке, на пересечении строки «ВР» и столбца «Д» стоит 0. По диагонали ($i = j$) (заштрихованные клетки) стоят единицы. Аналогично заполняются оставшиеся клетки таблицы.

Как видно, есть и другие показатели, для которых значения в таблице фактических результатов не совпадают с эталонной матрицей. Для их обнаружения вычтем из каждого элемента матрицы эталонного упорядочения $M[\text{ЭП}]$ соответствующий ему элемент матрицы фактических результатов $M[\text{ФП}]$. Так из значения на пересечении строки «ВР» и столбца «ЧП» таблицы $M[\text{ЭП}]$ вычитается значение на пересечении строки «ВР» и столбца «ЧП» таблицы $M[\text{ФП}]$. Схожие действия совершаем и для других клеток таблиц. Кроме того, для дальнейших расчетов возьмем не саму разность значений эталонных и фактических матриц, а ее модуль.

Для пар элементов, фактический порядок темпов роста которых соответствует рекомендуемому эталонному, разность составит ноль, так как на пересечении строк и столбцов рассматриваемых элементов будут стоять равные значения: либо «1», либо «-1». Разница будет наблюдаться для тех пар элементов, для которых фактический порядок темпов не совпадает с эталонным. Здесь модуль разности составит 2. Представим полученный результат также в виде матрицы $M[P]$.

$$M[P] = \{v_{ij}\} \quad (15)$$

где

$$v_{ij} = |\mu_{ij} - \eta_{ij}|;$$

i, j – номера показателей;

i – номер строки;

j – номер столбца.

$M[P]$ в нашем случае (показатели ОАО «Газпром» за 2006-2007 гг.) будет выглядеть следующим образом.

Таблица 8

МАТРИЦА РАЗНОСТЕЙ ЭТАЛОННОГО И ФАКТИЧЕСКОГО УПОРЯДОЧЕНИЯ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Показатель	Калибр	Ч	СА	ВР	БП	ЧП	Д
Калибр	0	2	0	0	0	0	0
Ч	2	0	0	0	0	0	0
СА	0	0	0	2	2	2	0
ВР	0	0	2	0	2	2	0
БП	0	0	2	2	0	2	0
ЧП	0	0	2	2	2	0	0
Д	0	0	0	0	0	0	0

В тех клетках, где стоят двойки, наблюдается нарушение эталонного порядка темпов роста показателей. Темп роста численности персонала меньше единицы, рост чистой прибыли медленнее роста выручки от реализации и роста балансовой прибыли, активы прирастают быстрее выручки и т.д. – все это нарушения рекомендуемой динамики показателей. Всего мы видим 7 несоответствий (инверсий) из 16 возможных пар показателей, в отношении 5 пар эталонное упорядочение не установлено. Сумма двоек представляет собой расстояние между матрицами. В данном случае это расстояние между матрицами эталонного и фактического упорядочения показателей баланса интересов. Математически формула для расчета будет выглядеть:

$$d = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n |\mu_{ij} - \eta_{ij}|. \quad (16)$$

Здесь

d – расстояние между матрицами упорядочения;

μ_{ij} – элемент на пересечении i -ой строки и j -го столбца $M[\text{ЭП}]$.

η_{ij} – элемент пересечения i -ой строки и j -го столбца $M[\text{ФП}]$.

В нашем примере расстояние между матрицами эталонного и фактического упорядочения ключевых показателей формирования рыночной стоимости предприятия (сумма «двоек») равна 28.

Таким образом, мы выразили степень отклонения фактической динамики от эталона одним показателем. Однако неудобная размерность, вернее сказать безразмерность, полученного расстояния будет сдерживать его практическое применение. В самом деле, полученное расстояние в 28 единиц – это хорошо или плохо? Что это означает? Как интерпретировать полученную информацию? Поэтому представим полученную величину в традиционной размерности, например, процентах.

Нормируем полученное расстояние по формуле:

$$R = \frac{d}{2 * K}, \quad (17)$$

где

K – количество ненулевых клеток в $M[\text{ЭП}]$, не учитывая клетки главной диагонали.

R – величина нормированная: $0 \leq R \leq 1$.

Тем самым мы задали границы изменения единого обобщающего показателя. Теперь мера различия матриц эталонного и фактического упорядочения является более наглядной. В рассматриваемом случае $K = 32$, а $R = 0,438$. Это означает, что фактический баланс интересов отличается от нормативного на 43,8%.

Однако понятием мера различия не всегда целесообразно оперировать. Гораздо чаще используют меру сходства, так как она характеризует степень приближения к требуемому режиму функционирования. Именно так ставится задача: максимально приблизить развитие предприятия к эталонному варианту, а не уменьшить отставание от него. Поэтому в целях оценки достигнутых результатов в установлении баланса интересов будем использовать меру сходства эталонной и фактической динамики показателей.

$$S = (1 - R) * 100\% \quad (18)$$

где S – мера сходства эталонной и фактической динамики показателей.

В нашем случае $S = 56,2\%$, то есть фактическое направление развития совпадает с рекомендуемым на $56,2\%$. В лучшем случае совпадение было бы 100% , в худшем – нулевое. Таким образом, деятельность по достижению баланса интересов рассматриваемого предприятия может быть охарактеризована как «выше среднего».

Это позволяет сказать, что определен единый показатель, позволяющий дать итоговую оценку усилий менеджмента в части действий, направленных на рост стоимости бизнеса. В случае несоблюдения эталонной динамики (12) менеджмент предприятия должен предпринять усилия в исправлении сложившейся ситуации и приблизиться к балансу интересов. Для этого необходимо определить, какие сферы деятельности в регулировании баланса интересов, и, следовательно, в управлении стоимостью являются самыми проблемными и требуют первоочередных усилий. Необходимо провести дальнейшую диагностику возникшей ситуации. Как это делается на основе предложенного инструментария, будет описано в следующей главе.

Благодаря тому, что заданы границы изменения показателя – от 0% до 100% , а его значения представлены в общепотребимой размерности, полученные данные достаточно легко интерпретируются. Однако необходимо обозначить различия между таким разнообразием результатов, определить, к какому типу сбалансированности интересов относится то или иное предприятие. Поэтому для дальнейшего анализа показателей целесообразно классифицировать их по определенным признакам.

В качестве возможной шкалы классификации нами предлагается следующая:

- от 0 до 20% – отсутствует уровень сбалансированности интересов, менеджеры не стремятся соблюдать интересы акционеров и не ориентированы на рост рыночной стоимости;
- от 20% до 30% – низкий уровень сбалансированности корпоративных интересов, однако имеются ограничения в деятельности менеджеров, вынуждающие их по некоторым показателям показывать достойные результаты, рост рыночной стоимости бизнеса не является их главной целью;
- от 30% до 40% – уровень сбалансированности интересов ниже среднего, для обеспечения высокого социального статуса менеджеры добиваются высоких результатов отдельных показателей, отвечающих их специфическим интересам, что в некоторых случаях благоприятно отражается на стоимости бизнеса;
- от 40% до 50% – средний уровень сбалансированности интересов, со стороны владельцев организован частичный внутрикорпоративный контроль, что способствует соблюдению интересов не только менеджеров, но и некоторых ключевых собственников, для которых рост стоимости бизнеса является желательной, но не основной целью;

- от 50% до 60% – сбалансированность интересов выше среднего, достигнут уровень сбалансированности корпоративных интересов, позволяющий функционировать предприятию без значительных конфликтов, имеются предпосылки для его успешного стратегического развития и, как следствие, потенциального роста стоимости;
- от 60% до 70% – высокий уровень сбалансированности интересов, деятельность менеджеров является для потенциальных инвесторов сигналом о стремлении соблюдать их финансовые интересы независимо от суммы их вклада в деятельность предприятия, что, по их мнению, увеличивает внутреннюю стоимость предприятия;
- от 70% до 80% – очень высокий уровень сбалансированности интересов, интересы менеджеров совпадают с интересами большинства участников корпоративных отношений, однако в отдельных направлениях деятельности интересы менеджеров преобладают, что отчасти сдерживает рост рыночной стоимости;
- от 80% до 90% – очень высокий уровень сбалансированности интересов, моральная и материальная удовлетворенность менеджеров напрямую зависит от достижения баланса интересов, сильные акционеры не только организовали эффективный внутрикорпоративный контроль, но и смогли нанять отвечающий их интересам менеджмент, влечет за собой существенный прирост стоимости бизнеса;
- от 90% до 100% – высшая степень сбалансированности корпоративных интересов, все участники корпоративных отношений удовлетворены достигнутыми результатами, менеджеры – профессионалы высочайшего уровня, сумевшие увязать свои интересы с интересами других субъектов; развитию предприятия в ближайшем будущем ничего не угрожает в силу высокой способности соответствовать ожиданиям интересов, максимально возможный рост рыночной стоимости.

Подобная градация вытекает из логики построенного измерителя, является естественным продолжением самого критерия, хотя может допускать определенные уточнения исходя из потребностей, склонностей и предпочтений конкретного инвестора. Тем не менее, в самом общем случае нами будет использоваться именно эта шкала, так как она – достаточно дифференцированная, характеризует широкий спектр результатов деятельности предприятия, имеет равные интервалы, легко интерпретируется, представляет данные в компактном обозримом виде.

2.4. Влияние баланса интересов на рыночную стоимость предприятия

Для подтверждения нашей гипотезы о зависимости рыночной стоимости от достигнутого баланса интересов проведем ее эмпирическую проверку. Для этого проанализируем баланс интересов ряда крупнейших российских предприятий (табл. 9). Чтобы объективно оценить рыночную стоимость, возьмем предприятия, акции которых активно обращаются на бирже. Хотя, как мы отмечали, это не является обязательным условием, тем не менее, гарантирует объективность информации и «очищает» рыночную стоимость от неформализованных факторов, упомянутых ранее.

В соответствии с принципом общности в таблице 9 представлены предприятия различных отраслей:

- нефтяной;
- химической;
- автомобильной;
- металлургической;
- телекоммуникационной;
- пищевой;
- транспортной.

Для каждого предприятия рассчитано значение баланса интересов по годам (**БИ**). С этой целью нами разработана компьютерная программа, размещенная в свободном доступе на сайте «Новые технологии финансового анализа и корпоративного управления» [93]. **БИ** сопоставляется с приростом рыночной стоимости (капитализации) (**ПК**), рассчитанным по данным обязательной ежеквартальной отчетности эмитентов, находящихся в открытом доступе на официальных сайтах рассматриваемых предприятий.

Учитывая, что баланс интересов можно оценить только после выхода официальной финансовой отчетности, то реакция инвесторов на его состояние последует в следующем отчетном периоде. Поэтому зависимость между стоимостью бизнеса и балансом интересов, если она существует, должна оцениваться на основе сопоставления баланса интересов предыдущего отчетного периода с приростом капитализации в следующем отчетном периоде.

Оценим предполагаемую взаимосвязь на основе коэффициента корреляции Пирсона (столбец «КК» таблицы 9) по формуле 19:

$$r = \frac{\sum (x - \bar{x})(y - \bar{y})}{\sqrt{\sum (x - \bar{x})^2 \sum (y - \bar{y})^2}}, \quad (19)$$

где

r – коэффициент корреляции Пирсона;

x – значение баланса интересов в предыдущем периоде;

y – прирост капитализации в следующем периоде;

$\bar{x}$ – среднее значение баланса интересов за период 2002-2006 гг.;

$\bar{y}$ – средний прирост капитализации за период 2003-2007 гг.

По большинству предприятий прослеживается явная взаимосвязь между установленным балансом интересов и рыночной стоимостью бизнеса. Коэффициент корреляции положителен и достаточно далеко отстоит от нуля. Напомним, что коэффициент корреляции Пирсона изменяется от -1 до 1.

• 1 – означает полную корреляцию;

• -1 – обратную;

• 0 – отсутствие корреляции.

Только по четырем предприятиям из двадцати наблюдается отрицательная корреляция:

- «Газпром»;
- «ГМК Норильский никель»;
- «Вимм-Билль-Данн»;
- «Уралкалий».

Таблица 9

**КОЛИЧЕСТВЕННОЕ ЗНАЧЕНИЕ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ И ПРИРОСТА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ
КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ ЗА ПЕРИОД 2002-2007 гг.**

№	Предприятия	Показатель, %	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	КК
1	Автоваз	БИ	43,75	68,75	87,5	37,5	87,5	81,25	0,344
		ПК, %	-	15,6	0,4	33,5	71,8	163,1	
2	КАМАЗ	БИ	70,59	31,25	81,25	87,5	87,5	87,5	0,691
		ПК	-	1,5	26,2	95,6	107,9	143,3	
3	Уралкалий	БИ	81,25	71,25	93,75	93,75	93,75	75	-0,125
		ПК	-	-50,3	351,2	239,9	25,2	339,2	
4	Метафракс	БИ	43,75	87,5	31,25	93,75	93,75	75	0,268
		ПК	-	42,0	36,4	4,3	21,3	25,2	
5	Акрон	БИ	37,5	31,25	93,75	93,75	81,25	87,5	0,526
		ПК	-	4,5	29,1	33,9	511,9	59,1	
6	Аэрофлот	БИ	93,75	93,75	93,75	50	93,75	12,5	0,192
		ПК	-	100,0	78,6	14,5	52,4	72,1	
7	Балтика	БИ	62,5	56,25	50	93,75	43,75	37,5	0,368
		ПК	-	-2,1	17,0	87,9	73,6	8,1	
8	Вимм-Билль-Данн	БИ	50	31,25	62,5	25	88,89	75	-0,356
		ПК	-	-5,3	-15,8	67,9	176,9	20,0	
9	ГАЗПРОМ	БИ	93,75	75	81,25	62,5	93,75	56,25	-0,265
		ПК	-	59,5	96,1	150,6	55,4	14,0	
10	Татнефть	БИ	43,75	87,5	87,5	87,5	50	81,25	0,313
		ПК	-	42,9	13,6	162,9	39,4	31,0	
11	Лукойл	БИ	87,5	50	93,75	50	43,75	62,5	0,823
		ПК	-	38,9	21,7	106,8	33,7	-8,0	
12	ГМК Норильский никель	БИ	12,5	93,75	87,5	81,25	93,75	68,75	-0,930
		ПК	-	209,5	-17,2	60,7	39,5	61,9	
13	Сургутнефтегаз	БИ	37,5	43,75	93,75	87,5	31,25	25	0,248
		ПК	-	57,8	36,3	29,4	33,2	-24,9	
14	МТС	БИ	56,25	37,5	62,5	31,25	100	81,25	0,338
		ПК	-	113,9	68,1	6,2	39,9	96,5	
15	Ростелеком	БИ	87,5	93,75	50	87,5	31,25	87,5	0,241
		ПК	-	59,5	-13,9	28,3	184,8	35,2	
16	Газпромнефть	БИ	81,25	68,75	93,75	31,25	87,5	68,75	0,328
		ПК	-	50,1	5,3	23,4	23,0	39,5	
17	ММК	БИ	37,5	87,5	87,5	37,5	93,75	68,75	0,807
		ПК	-	11,1	63,8	66,2	1,7	178,2	
18	НЛМК	БИ	93,75	75	93,75	18,75	81,25	37,5	0,143
		ПК	-	н/д	10,6	66,6	47,8	57,7	

№	Предприятия	Показатель, %	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	КК
19	Уралсвязьинформ	БИ	81,25	87,5	56,25	62,5	50	93,75	0,408
		ПК	-	153,7	-4,1	9,6	58,6	-9,7	
20	ГАЗ	БИ	93,75	43,75	81,25	75	75	87,5	0,403
		ПК	-	69,5	-13,7	420,5	51,4	70,4	
Средний коэффициент корреляции Пирсона									0,238

Таблица 10

**СРЕДНИЕ ЗНАЧЕНИЯ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ
И ПРИРОСТ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ
КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ
ЗА ПЕРИОД 2002-2007 гг.**

№	Предприятие	Среднее значение баланса интересов, %	Прирост рыночной стоимости за период
1	Автоваз	67,71	6,00
2	КАМАЗ	74,27	11,68
3	Уралкалий	84,79	40,92
4	Метафракс	70,83	2,06
5	Акрон	70,83	16,60
6	Аэрофлот	72,92	9,72
7	Балтика	57,29	3,04
8	Вимм-Билль-Данн	55,44	3,45
9	ГАЗПРОМ	77,08	12,89
10	Татнефть	72,92	6,79
11	Лукойл	64,58	3,30
12	ГМК Норник	72,92	8,30
13	Сургутнефтегаз	53,13	1,79
14	МТС	61,46	9,50
15	Ростелеком	72,92	5,78
16	Газпромнефть	71,88	2,35
17	ММК	68,75	7,56
18	НЛМК	66,67	3,29
19	Уралсвязьинформ	71,88	2,82
20	ГАЗ	76,04	18,64
Коэффициент корреляции Пирсона			0,653

Это может объясняться тем, что в отдельные моменты времени при формировании цены акций нефундаментальные факторы преобладали над фундаментальными. Например, борьба за контроль над «Норильским никелем» между основными акционерами, в рамках которой осуществлялась скупка акций, находящихся в свободном обращении, иногда не взирая на цены, естественно вызвала рост их котировок, на наш взгляд неоправданный. Или, одно время существовали ограничения на владение акциями «Газпрома» для нерезидентов, что, в свою очередь, ограничивало ликвидность и вносило искажения в справедливую рыночную цену акций.

Тем не менее, средний коэффициент корреляции Пирсона, равный 0,238, доказывает влияние соблюдения эталонной динамики (12) на рыночную стоимость бизнеса. Я думаю, мы не ошибемся, предположив, что аналогичным образом данный факт отражается и в рыночной стоимости предприятий, акции которых не обращаются на бирже.

Чтобы оценить связь баланса интересов и рыночной стоимости, очищенную от влияния нефундаментальных, спекулятивных, краткосрочных факторов, а также показать долгосрочный характер этой связи, рассчитаем среднее значение баланса интересов по тем же компаниям за период 2002-2007 гг. и сопоставим их с приростом рыночной стоимости за тот же период (табл. 10).

Серым фоном выделены ячейки, соответствующие максимальным значениям показателей в столбцах таблицы. Можно заметить интересную картину: максимальным значениям баланса интересов соответствуют максимальные значения прироста. Здесь «Газпром» выглядит одним из лучших. Его стоимость за анализируемый период выросла в 13 раз при среднем значении баланса интересов 77,08%. Это говорит о том, что, поддерживая на высоком уровне баланс интересов в течение длительного периода времени, предприятию гарантировано повышенное внимание со стороны инвесторов и обеспечен значительный рост стоимости бизнеса в долгосрочной перспективе. Хотя, как в случае с «Газпромом», в отдельные периоды времени может наблюдаться определенное несоответствие баланса интересов и роста стоимости.

Точно также выглядит и «Уралкалий», у которого связь баланса интересов и рыночной стоимости вроде бы не наблюдается, коэффициент корреляции Пирсона равен -0,125. Однако поддержание баланса интересов на высоком уровне в течение длительного периода времени (максимальное значение из представленных) позволило продемонстрировать соответствующий максимальный рост стоимости акций. При этом зависимость (корреляция) на длительном временном интервале гораздо выше, чем на коротких промежутках времени. То есть рынок, пусть и во многом на интуитивном уровне, высоко ценит успехи менеджмента предприятий в стремлении к балансу интересов.

Ни краткосрочные спекуляции, ни экономические кризисы при адекватном соблюдении баланса интересов, не подорвут веру инвесторов в светлое будущее фирмы. Даже при ухудшении экономической конъюнктуры, в условиях которой снижение стоимости акций неизбежно, это объективная ситуация, восстанавливать свою стоимость будут, прежде всего, предприятия с высоким уровнем баланса интересов. В подтверждение этому посмотрим, как выглядели наши лидеры по уровню баланса интересов в период восстановления фондового рынка: октябрь 2008 г. (пик кризиса на фондовом рынке) – январь 2011 г. (локальные максимумы на рынке акций) (табл. 11).

Таблица 11

**РОСТ СТОИМОСТИ АКЦИЙ КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ
ЗА ПЕРИОД ОКТЯБРЬ 2008 г.-ЯНВАРЬ 2011 г.**

Предприятие	Баланс интересов, %	Максимальная цена за период, руб. / акцию	Минимальная цена за период, руб. / акцию	Рост стоимости, раз
Уралкалий	84,79	239,81	21,5	11,15
Газпром	77,08	204,7	84	2,44
КАМАЗ	74,27	103,98	12,03	8,64
Татнефть	72,92	166,97	26,21	6,37

Предприятие	Баланс интересов, %	Максимальная цена за период, руб. / акцию	Минимальная цена за период, руб. / акцию	Рост стоимости, раз
Аэрофлот	72,92	87,5	19,56	4,47
ГМК Норильский никель	72,92	7576	1180,11	6,42
Ростелеком	72,92	350,05	170,62	2,05
Индекс ММВБ (рынок в целом)	-	1788,74	509	3,51
Индекс РТС (рынок в целом)	-	1922,15	492,59	3,90

«Уралкалий», обладая наивысшей из представленных предприятий степенью сбалансированности интересов, является одновременно и лидером по восстановлению рыночной стоимости. Цена его акций за рассматриваемый период увеличилась в 11 раз. Другие наши лидеры по сбалансированности интересов также интенсивно восстанавливали свои позиции. Стоимость акций «Камаза» (3-е место по сбалансированности) выросла в 8,6 раз, «Татнефть» (4-е место) в 6,4 раз, «ГМК Норильский никель» (4-е место) в 6,4 раз. Особенно примечательным является то, что рост рыночной стоимости упомянутых эмитентов существенно превышал рост рынка в целом (см. строки «Индекс ММВБ» и «Индекс РТС»). В среднем рынок вырос «лишь» в 2,4 раз. Тем не менее, ряд лидеров по сбалансированности интересов не показали впечатляющих результатов. «Газпром» вырос «всего» в 2,44 раз, «Аэрофлот» – в 4,47 раз, «Ростелеком» – в 2,05 раз. В их оправдание можно заметить, рост цены их акций в целом соответствовал росту всего рынка (индексы выросли в 3,5 раз), то есть они выглядели не хуже рынка. Более того, раз сами биржевые индексы показали скромные результаты восстановления, при наличии экстрара-роста и роста в рамках рынка наиболее ликвидных ценных бумаг, а, также учитывая методику расчета индекса РТС, представленной на сайте РТС, можно утверждать, что подавляющее большинство акций, обращающихся на фондовом рынке показали рост гораздо меньший, чем наши лидеры. К тому же, вполне возможно, относительно сдержанный рост капитализации «Газпрома», «Аэрофлота» и «Ростелекома» обусловлен нефундаментальными, спекулятивными факторами, о которых упоминалось ранее. По крайней мере, восстановление фондового рынка продолжается, и, наверное, рано делать какие-то далеко идущие выводы. Впоследствии, по истечении достаточно продолжительного срока, можно будет оценить корреляцию скорости восстановления стоимости акций и баланса интересов.

Итак, мы установили, что баланс интересов является значимым фактором изменения рыночной стоимости. Чем выше баланс интересов, тем выше рыночная стоимость бизнеса. Это подтверждает проведенное нами исследование корреляции баланса интересов и рыночной цены некоторых наиболее ликвидных акций. Целенаправленно регулируя баланс интересов, наемный менеджмент может управлять рыночной стоимостью бизнеса независимо от обращаемости акций на рынке ценных бумаг.

В случае несоблюдения эталонной динамики показателей менеджмент предприятия должен предпринять усилия в исправлении сложившейся ситуации и приблизиться к балансу интересов. Для этого необходимо определить, какие сферы деятельности анализируемых отношений являются самыми проблемными и требуют первоочередных усилий. Необходимо провести дальнейшую диагностику возникшей ситуации. Как

это делается на основе предложенного инструментария, будет описано в следующей главе.

По материалам второй главы можно сделать следующие выводы.

1. Управление предприятием должно быть нацелено не на максимизацию рыночной стоимости, а на ее рост во времени, либо на сохранение способности к такому росту в период ухудшения хозяйственной конъюнктуры. Динамика стоимости бизнеса может и не быть постоянно положительной. Однако менеджеры, в этом случае, обязаны предпринять усилия по сохранению потенциала ее роста в будущем. В этом и состоит суть управления рыночной стоимостью.

2. В основе управления рыночной стоимостью лежит управление по ключевым показателям, представленным в открытой финансовой отчетности предприятия: объем продаж, балансовая прибыль, прибыль после налогообложения, суммарные активы, численность работающих, выплаченные дивиденды. Набор показателей может варьироваться, однако важно, чтобы они обладали свойством динамической соподчиненности и динамической сопоставимости. Это позволяет согласовывать противоречивые, на первый взгляд, требования различных заинтересованных групп: например, акционеров и менеджеров. Кроме того, представленные свойства позволяют бороться с «приукрашиванием» финансовой отчетности, которое допускается действующим законодательством, но вводит в заблуждение возможных инвесторов.

3. В случае если акции предприятия активно торгуются на фондовом рынке, то управление рыночной стоимостью ориентировано на рост стоимости акций фирмы. Если нет, то – на рост стоимости бизнеса. Следуя принципу общности и универсальности управления, и в том, и в другом случае используется один и тот же управленческий инструментарий.

4. В основе роста рыночной стоимости лежит соблюдение баланса интересов. Чем сбалансированнее отношения участников корпоративного управления, тем выше рыночная стоимость. Данная гипотеза в настоящем исследовании получила как теоретическое, так и эмпирическое подтверждение. Нам удалось установить взаимосвязь (корреляцию) между численным значением баланса интересов стоимость наиболее ликвидных акций крупнейших российских корпораций.

5. Баланс интересов акционеров и менеджеров предприятия выражается на основе эталонной динамики ключевых показателей деятельности (12).

Формирование эталонного (нормативного) порядка темпов роста показателей осуществляется посредством реализации принципов динамической сопоставимости и динамической соподчиненности.

6. Представление баланса интересов в виде (12) позволяет количественно оценить степень его соблюдения. Делается это на основе расчета нормированного расстояния между матрицами, соответствующими эталонному и фактическому порядку темпов. Для облегчения расчетов нами разработана специальная

компьютерная программа, которую мы разместили в свободном доступе в сети Интернет по адресу www.freeap.ru, чтобы любой желающий мог произвести необходимые расчеты.

7. Количественное значение баланса интересов имеет привычную размерность и изменяется от 0 до 100%. Это позволяет достаточно легко интерпретировать полученные результаты. Так 100% означает, что достигнут максимально возможный баланс интересов, 0% – баланс интересов полностью отсутствует. В зависимости от полученного числового значения предприятия можно отнести к тому или иному классу сбалансированности интересов. С этой целью представлена соответствующая классификация.

8. На основе коэффициента корреляция Пирсона оценена взаимосвязь количественного значения баланса интересов и рыночной стоимости акций, которая в целом наблюдается, однако по отдельным предприятиям в отдельные периоды времени может нарушаться. Это связано с влиянием на стоимость нефундаментальных факторов, таких как спекулятивные или иные подобные факторы. Тем не менее, воздействие спекулятивных факторов на стоимость бизнеса носит ограниченный краткосрочный характер, и на долгосрочных временных интервалах влияние достигнутого баланса интересов на стоимость гораздо более очевидно. Лидеры по среднему значению баланса интересов одновременно являются и лидерами по приросту стоимости акций.

9. Стремление к соблюдению эталонной динамики (12) в условиях экономического кризиса позволяет рассчитывать на более быстрое восстановление стоимости, в случае улучшения макроэкономической ситуации, по сравнению с аналогичными предприятиями. В работе представлено доказательство данного тезиса. Среди лидеров роста стоимости акций присутствуют и все лидеры по сбалансированности интересов, который постарались сохранить ее на высоком уровне и в период кризиса.

3. РАЗРАБОТКА РЕЗУЛЬТАТИВНЫХ МЕРОПРИЯТИЙ ПО УПРАВЛЕНИЮ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

3.1. Формирование корректирующей эталонной динамики показателей

Регулируя сложившийся баланс интересов, фирма воздействует на свою рыночную стоимость. Приближаясь к стопроцентному совпадению с эталонной динамикой показателей (12) менеджмент предприятия увеличивает его стоимость. Здесь нет разницы: торгуются ли акции предприятия на фондовом рынке или нет. Фирма вообще может не иметь акций, ее уставный капитал может быть сформирован за счет паев. Тем не менее, прямая продажа таких фирм возможна, и в соответствии с концепцией максимизации благосостояния собственников бизнеса управлять рыночной стоимостью необходимо. Это означает, что менеджмент предприятия должен стремиться к полной сбалансированности интересов.

Как было замечено ранее, соблюдение баланса интересов наблюдается далеко не у всех компаний (см. табл. 9). Действительно, это сложная управленческая задача, требующая системного подхода и учета взаи-

мосвязи множества показателей, характеризующих результаты деятельности фирмы. В данном случае, менеджменту недостаточно сконцентрировать свои усилия на обеспечении роста отдельных итоговых показателей, например, выручки и прибыли. Необходимо обеспечить их взаимоувязанный рост относительно друг друга (например, прибыль должна возрастать быстрее выручки). Именно эти усилия менеджмента и будут оцениваться рынком.

Так как эталонная сбалансированность интересов наблюдается достаточно редко, всегда есть возможность его улучшить, попытаться достичь стопроцентного достижения. Балансом интересов можно и нужно управлять в целях роста стоимости бизнеса, избегания дефицита инвестиционных ресурсов, потери, полной или частичной, конкурентоспособности, а также угрозы существования предприятия в долгосрочной перспективе. Для того чтобы улучшить достигнутый баланс интересов необходимо определить, какие сферы деятельности предприятия являются наиболее проблемными и требуют первоочередных усилий. Требуется провести дальнейшую диагностику сложившегося баланса интересов.

Покажем, как происходит выявление наиболее узких мест в управлении балансом интересов. Это позволит формализовать процесс планирования первоочередных мероприятий в области управления балансом и, следовательно, рыночной стоимостью.

Для этого вернемся к графу упорядочения показателей сбалансированности корпоративных интересов (рис. 5).

Граф содержит 2 ветви:

1. $ЧП \rightarrow П \rightarrow ВР \rightarrow СА \rightarrow Ч \rightarrow 1$.
2. $Д \rightarrow 1$.

Этим порядкам соответствуют следующие соотношения норм роста:

1. $Темп(ЧП) > Темп(П) > Темп(ВР) > Темп(СА) > Темп(Ч) > 1$.
2. $Темп(Д) \geq 1$.

Рассмотрим каждую ветку по отдельности. Начнем со второй.

Выше отмечались причины, по которым снижение выплачиваемых дивидендов является нежелательным в контексте баланса интересов. Требования выплаты дивидендов является одним из ключевых факторов инвестиционной активности рыночных субъектов. Для многих акционеров текущие доходы являются более важным по сравнению с долгосрочными ожиданиями. На основе формулы Гордона (9) [114] можно сделать вывод о прямом влиянии дивидендов на курс акций.

Видно, что, изменяя дивиденды, тем самым можно воздействовать как на стоимость акций, так и на совокупное благосостояние собственников, складывающееся и из роста стоимости, и из получаемых дивидендов.

Можно сделать вывод, что снижение дивидендов со временем приводит к снижению рыночной цены акций, и тем самым к снижению совокупного благосостояния их владельцев, обусловленного как текущими доходами, так и капитализацией. Поэтому в случае невыполнения условия $h(Д) \geq 1$, показателю выплаты дивидендов присваивается наивысшая степень проблемности, независимо от того, каков реальный порядок показателей в первой ветви графа сбалансированности

интересов. Это означает, что сумма выплачиваемых дивидендов подлежит коррекции в первоочередном порядке, и установлению ее на требуемом уровне, отвечающему интересам большинства рыночных субъектов.

Рассмотрим теперь, как выявляются слабые места в верхней (первой) ветви графа. Для этого введем обозначения.

- $ЧП = a$;
- $П = b$;
- $ВР = c$;
- $СА = d$;
- $Ч = e$.

Тогда порядок на рисунке 1 будет выглядеть следующим образом:

$a \rightarrow b \rightarrow c \rightarrow d \rightarrow e \rightarrow 1$.

Это означает, что в динамике, то есть по сравнению с предыдущим, базовым периодом, показатель a должен расти быстрее других показателей. Рост e должен уступать росту остальных из представленных показателей и т.д. Если реальный порядок из рассматриваемых показателей совпадает с рекомендуемым, то отклонений в балансе интересов нет, и соответственно узких мест требующих первоочередного устранения также нет. Достаточно лишь поддерживать достигнутого результата на заданном уровне. Поэтому степень проблемности у всех показателей одинакова.

В случае нарушения эталонного порядка узкие места можно выявить на основе следующих рассуждений.

Пусть в нашем примере фактический порядок темпов показателей получился следующим:

$d \rightarrow a \rightarrow c \rightarrow b \rightarrow 1 \rightarrow e$

Припишем каждому члену эталонного порядка ранги в порядке их убывания (табл. 12).

Таблица 12

РАНГИ ТЕМПОВ ЭТАЛОННОЙ ДИНАМИКИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Показатель	Нормативный ранг
a	1
b	2
c	3
d	4
e	5
1	6

Темп роста показателя a (прибыль после выплаты процентов и налогов – $ЧП$) должен быть самым высоким, ему присваивается ранг «1». Далее, в упорядочении стоит показатель b (прибыль до налогообложения – $П$). Его темп роста должен быть меньше темпа роста a ($ЧП$), но больше темпов роста остальных показателей. По убыванию ему присваивается ранг «2» и т.д. Все показатели должны расти, их темпы роста должны быть больше единицы. Соответственно, единице присваивается наибольший ранг (по убыванию) – «6».

Точно также ранжируются показатели в фактическом порядке $d \rightarrow a \rightarrow c \rightarrow b \rightarrow 1 \rightarrow e$ (табл. 13).

Таблица 13

РАНГИ ТЕМПОВ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФАКТИЧЕСКОГО ПОРЯДКА УСЛОВНОГО ПРИМЕРА

Показатель	Фактический ранг показателя
a	2

Показатель	Фактический ранг показателя
b	4
c	3
d	1
e	6
1	5

Далее вычисляются отклонения рангов по правилу.

$$b_i = R_{iH} - R_{i\Phi}, \quad (20)$$

где

b_i – отклонение рангов нормативного и фактического порядков i -го показателя;

R_{iH} – ранг i -го показателя в эталонном порядке;

$R_{i\Phi}$ – ранг i -го показателя в фактическом порядке;

В нашем примере получается следующие значения отклонений (табл. 14).

Таблица 14

ОТКЛОНЕНИЕ РАНГОВ ТЕМПОВ ФАКТИЧЕСКОГО ПОРЯДКА УСЛОВНОГО ПРИМЕРА ОТ ЭТАЛОННОГО

Показатель	Отклонение рангов, b_i
a	-1
b	-2
c	0
d	3
e	-1
1	-

Показатели с наименьшим значением отклонения будут являться наиболее проблемными. В данном случае это показатель b , у которого b_i равно -2. Его необходимо увеличивать в первую очередь. Действительно темп показателя b должен быть больше темпа показателей d и c , тогда как реальная ситуация сложилась таким образом, что он оказался наименьшим из них. Можно конечно возразить, что исправить ситуацию можно путем снижения показателя d , так как его реальное значение значительно превысило планируемое. Однако к d также выдвигается требование роста с течением времени, поэтому его уменьшать нет смысла. Данное правило подразумевает обеспечение качественного роста показателей, дающего возможность компании в будущем добиться успеха в выбранной стратегии. Отсюда, самыми проблемными показателями будут те, которые имеют наименьшее значение отклонения рангов темпов фактического порядка от нормативного, то есть реальный темп которых значительно недобрал до рекомендуемого по критерию баланса интересов.

Далее, необходимо объединить результаты анализа обеих ветвей графа упорядочения показателей сбалансированности интересов.

Как уже отмечалось, снижение размера выплачиваемых дивидендов является серьезным ущемлением интересов акционеров, и, следовательно, о балансе интересов в этом случае речи быть не может. Поэтому, если дивиденды уменьшаются по сравнению с базовым периодом, то данному показателю присваивается наивысшая степень проблемности, не учитывая нарушение порядка в других показателях. Если же дивиденды, по крайней мере, не убывают, то настоящий показатель проблемным не считается, каких-то усилий по его исправлению не требуется. Степень проблемности показателя – наименьшая.

Рассматривая другую ветвь графа, выявим наиболее узкое место в балансе интересов. Если при этом выплачиваемые дивиденды снизились или равны нулю, то есть $\text{Темп}(D) < 1$, то обоим этим показателям присваивается наивысшая степень проблемности. Степень проблемности обозначается рангом темпа показателя в порядке возрастания величин b_i . Представим, что в нашем примере одновременно произошло снижение суммы выплачиваемых дивидендов D . Тогда степень проблемности показателей будет выглядеть следующим образом (табл. 15).

Таблица 15

**СТЕПЕНЬ ПРОБЛЕМНОСТИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ,
ФОРМИРУЮЩИХ РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ**

Показатель	Отклонение рангов, b_i	Степень проблемности показателя
a	- 1	3
b	- 2	1
c	0	5
d	3	6
e	-1	3
D	-	1

Так как темп D меньше 1, и b имеет наименьшее b_i , показателям D и b присваивается наивысшая степень проблемности – единица, которая означает необходимость первоочередного внимания именно к этим аспектам деятельности предприятия в достижение максимального баланса интересов. Далее ранжируем показатели в порядке возрастания отклонений b_i . Третьими по проблемности являются показатели a и e , их ранги и степень проблемности равны 3 и т.д. Для наглядности можно построить граф настоятельности в исправлении баланса интересов (рис. 6).

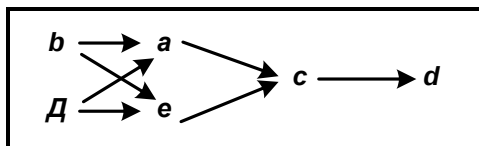


Рис. 6. Граф настоятельности выправления баланса интересов, в случае снижения размера выплачиваемых дивидендов во времени

В начале графа отражены те аспекты управления предприятием, которые требуют самого пристального внимания. По мере перемещения к концу графа напряженность в показателях спадает, и они не требуют каких-то кардинальных изменений в деятельности, им соответствующей.

Данный алгоритм позволяет выявить, на что, в первую очередь, необходимо делать упор в управлении рыночной стоимостью, чтобы обеспечить ее рост. Так, анализируя представленный граф настоятельности, для улучшения баланса интересов и, соответственно, роста стоимости бизнеса необходимо обеспечить

Предположим теперь, что в нашем примере размер дивидендов не снизился, то есть $\text{Темп}(D) \geq 1$. Тогда

проблем с этим показателем не существует, и степень проблемности будет наименьшей (таблица 16).

Таблица 16

**СТЕПЕНЬ ПРОБЛЕМНОСТИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ
БАЛАНСА КОРПОРАТИВНЫХ ИНТЕРЕСОВ
РАССМАТРИВАЕМОГО ПРИМЕРА**

Показатель	Отклонение рангов, b_i	Степень проблемности показателя
a	- 1	2
b	- 2	1
c	0	4
d	3	5
e	- 1	2
D	-	6

Граф настоятельности будет следующим (см. рис. 7).

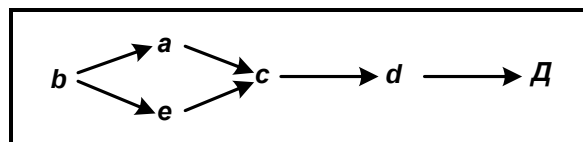


Рис. 7. Граф настоятельности выправления баланса интересов, в случае неснижения размера выплачиваемых дивидендов во времени

Данный алгоритм позволяет выявить, на что в первую очередь необходимо делать упор в управлении рыночной стоимостью, чтобы обеспечить ее рост.

Так, анализируя граф настоятельности, для улучшения баланса интересов и соответственно роста стоимости бизнеса, необходимо обеспечить более быстрый темп роста показателя b по отношению ко всем остальным показателям. При этом одновременно необходимо обеспечивать условие неснижения показателя D (суммы выплачиваемых дивидендов), то есть в каждом последующем временном интервале сумма выплаченных дивидендов на акцию должна быть либо равной сумме дивидендов в предыдущем периоде, либо быть больше последней. В нашем случае:

- b – прибыль до налогообложения;
- a – чистая прибыль;
- e – численность;
- c – выручка от реализации;
- d – совокупные активы.

Для улучшения баланса интересов и, следовательно, наибольшего прироста стоимости бизнеса, в первую очередь, необходимо уделить внимание формированию прибыли до налогообложения. Именно этот показатель является наиболее «узким» местом в соблюдении баланса интересов в нашем примере. Это означает, рост затрат не обеспечивает соответствующий рост выручки. Часть затрат является явно избыточной и подлежит сокращению. Это могут быть неэффективные расходы на рекламу, либо расходы по обслуживанию долга, либо другие непроизводительные расходы.

Наименее проблемным является показатель d – совокупные активы, он находится в конце графа настоятельности. Это может означать, что темп роста активов был выше темпов роста остальных показателей. Хотя основной целью увеличения активов фирмы наверняка является рост основных показателей хозяйственной деятельности: прибыли, выручки, производительности. Если же рост упомянутых показателей оказался недостаточным, то есть не соответствовал правилу эталон-

ной динамики (12), то это свидетельствует, что дополнительные вложения в активы, вызвавшие рост показателя **СА**, оказались неэффективными и не привели к адекватному улучшению других ключевых показателей. Необходимо принимать меры по увеличению отдачи на авансированный в активы капитал.

Так с помощью построения графа настоятельности, или по-другому корректирующей эталонной динамики, и совершения определенных действий по устранению узких мест достигается соблюдение баланса интересов, выраженного системой нормативных неравенств показателей (12). Это, в свою очередь, вызывает максимальный прирост рыночной стоимости.

Таким образом, предложенный инструментарий позволяет фокусировать внимание менеджмента предприятия на тех мероприятиях, реализация которых позволит существенно воздействовать на изменение рыночной стоимости бизнеса. Что немаловажно, процесс разработки действий в сфере управления стоимостью формализован, а не осуществляется на интуитивном или экспертном уровне.

Проведем анализ баланса интересов и предложим мероприятия по его улучшению на конкретном примере.

3.2. Обоснование выбора мероприятий по повышению рыночной стоимости промышленного предприятия

Открытое акционерное общество «Редуктор» – машиностроительный инжиниринговый холдинг, занимающийся производством приводной техники. Основным направлением деятельности предприятий холдинга является выпуск редукторов и мотор-редукторов общемашиностроительного применения, нефтепромыслового и подъемно-транспортного оборудования. Акции предприятия не обращаются активно на рынке, тем не менее, собственники компании наверняка заинтересованы в росте ее рыночной стоимости. С помощью разработанного инструментария определим основные мероприятия, реализация которых приведет к росту стоимости бизнеса.

В 2004-2008 гг. ОАО «Редуктор» достигло следующих показателей деятельности (табл. 17).

Таблица 17
Результаты хозяйственной деятельности
ОАО «Редуктор» за период 2004-2008 гг.

№	Показатель	Обозначение	Годы				
			2004	2005	2006	2007	2008
1	Выручка от реализации продукции, млн. руб.	ВР	370,0	447,4	692,0	840,0	628,6
2	Прибыль до налогообложения, млн. руб.	П	1,5	3,6	1,0	4,2	2,6
3	Прибыль после выплаты процентов и налогов, млн. руб.	ЧП	1,1	2,7	0,02	2,5	1,3
4	Стоимость активов, млн. руб.	СА	218,6	286,5	413,8	512,8	575,2
5	Численность работающих	Ч	559	615	623	635	186
6	Сумма выплаченных дивидендов, руб. / акцию	Д	0	0	0	0	0

По некоторым показателям (**ВР** и **СА**) наблюдается непрерывный рост в течение всего анализируемого периода. Прибыль в целом, за исключением 2006 г., также имеет тенденцию к росту. Численность персонала растет. Дивиденды по решению собственников предприятия не выплачивались, прибыль целиком направлялась на развитие, что подтверждается ростом активов предприятия.

На первый взгляд, результаты хозяйственной деятельности «Редуктора» отвечают потребностям самых взыскательных инвесторов. Акционеры должны быть довольны и уверены в том, что стоимость бизнеса растет, хотя акции предприятия и не обращаются на фондовом рынке. Посмотрим, изменится ли картина в контексте соблюдения баланса интересов и эталонной динамики показателей (12).

С помощью разработанной нами программы оценки сбалансированности интересов, размещенной в свободном доступе на сайте «Новые технологии финансового анализа и корпоративного управления» (www.freeap.ru), рассчитаем степень соблюдения эталонной динамики показателей для ОАО «Редуктор» за период 2005-2008 гг. Результаты расчетов представлены в табл. 18.

Таблица 18

СБАЛАНСИРОВАННОСТЬ ИНТЕРЕСОВ **(СОБЛЮДЕНИЕ ЭТАЛОННОЙ ДИНАМИКИ** **ПОКАЗАТЕЛЕЙ) ДЛЯ ОАО «РЕДУКТОР»** **ЗА ПЕРИОД 2004-2008 гг.**

Показатель	Годы				Среднее значение	Кoeffициент вариации (стабильность)
	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008		
Сбалансированность интересов	87,5	37,5	87,5	31,3	61,0	41,2

Как видно, анализируемая ситуация уже не является такой оптимистичной, как это могло показаться на первый взгляд. Разброс оценок варьируется от 30% (по нашей классификации: уровень сбалансированности интересов ниже среднего, менеджеры добиваются высоких результатов отдельных показателей, отвечающих их специфическим интересам, что в некоторых случаях благоприятно отражается на стоимости бизнеса) до 90 % (очень высокий уровень сбалансированности интересов, моральная и материальная удовлетворенность менеджеров напрямую зависит от достижения баланса интересов, сильные акционеры не только организовали эффективный внутрикорпоративный контроль, но и смогли нанять отвечающий их интересам менеджмент, что влечет за собой существенный прирост стоимости бизнеса).

Несмотря на внешнюю привлекательность, обеспечиваемую существенным ростом отдельных показателей и наличием регулярной прибыли, направляемой на развитие, в деятельности ОАО «Редуктор» наблюдаются значительные отклонения от эталонной динамики и баланса интересов. Причины отклонений и основные проблемы мы выявим чуть позднее, сейчас лишь заметим, что нестабильность результатов в деле достижения баланса интересов, согласно нашим доводам, не способствует желаемому росту рыночной стоимости предприятия. Это не может устраивать собственников предприятия, если они являются рацио-

нальными экономическими субъектами и стремятся к максимизации своих выгод. Более того, несоблюдение эталонной динамики свидетельствует о неэффективном использовании ресурсов предприятия, что должно настораживать как собственников предприятия, так и его менеджмент.

Необходимо еще раз заметить, что имеющиеся негативные тенденции не диагностируются традиционными методами, внешне все благополучно:

- ключевые показатели растут;
- деятельность рентабельна;
- активы наращиваются;
- объемы продаж впечатляют.

Поэтому менеджмент предприятия заслуживает высоких оценок, и если бы в его распоряжении был усовершенствованный (предлагаемый нами) инструментарий, то он, наверняка, сделал бы все возможное для устранения выявленных проблем.

Количественное значение баланса интересов для ОАО «Редуктор» изменяется со временем весьма значительно (табл. 18). Указанный показатель за четыре года составил:

- в 2005 г. 87,5 %;
- в 2006 г. 37,5 %;
- в 2007г. 87,5 %;
- в 2008 г. 31,3%,

то есть от очень высокого уровня до ниже среднего в следующем году, с последующим резким ростом до высокой степени сбалансированности корпоративных интересов и вновь его снижением до невысокого уровня. Если брать в расчет только последний временной интервал, то мнение о менеджменте компании сложится негативное. Однако анализ данного показателя в предыдущие периоды уже не позволяет сделать такой однозначный вывод. Слишком значительные его изменения и довольно высокие значения в недавнем прошлом говорят о нестабильном характере качества управления на данном предприятии. Поэтому неопределенность, связанная со сбалансированностью интересов в будущем, достаточно велика. Отсюда риски нарушения баланса существенны, и приходится соотносить два параметра сбалансированности – ожидаемое значение и неопределенность тенденции.

Здесь можно провести аналогию с концепцией компромисса между риском и доходностью в финансовом менеджменте, согласно которой наиболее доходные финансовые инструменты имеют наивысшую степень риска неполучения требуемой доходности. Поэтому, инвестируя денежные средства, инвестор готов пойти на снижение доходности до тех пор, пока риск не станет для него приемлемым. И наоборот. Так и в случае с соблюдением баланса интересов: высокое ожидаемое значение сбалансированности интересов может сопровождаться его значительными колебаниями в динамике, тогда как относительно невысокое его значение – определенным его постоянством. Эти моменты затрудняют выбор инвесторов в отношении объектов инвестирования, основанного на соблюдении интересов участников корпоративных отношений. Здесь выбор будет зависеть от предпочтений конкретного инвестора, то есть выбора того, что важнее: высокая степень сбалансированности интересов либо ее стабильность. Но в отличие от компромисса между риском и доходностью, где высокая доходность не может сопровождаться низким риском, высший уровень сбалансированности интересов может быть стабиль-

ным в динамике, а значит, риск ее изменения может оставаться невысоким.

В статистике, ожидаемое значение рассчитывают на основе арифметического среднего, называемого также эмпирическим математическим ожиданием:

Все формулы должны форматироваться,

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i, \quad (21)$$

где

$\bar{x}$ – среднее (ожидаемое) значение сбалансированности интересов;

x_i – значение сбалансированности интересов в период времени i ;

n – число наблюдаемых периодов времени, в которых анализируется баланс интересов.

Стабильность можно рассчитать на основе показателей вариации, например среднего квадратичного отклонения:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}, \quad (22)$$

где

σ – среднее квадратичное отклонение;

$\bar{x}$ – среднее (ожидаемое) значение сбалансированности интересов;

x_i – значение сбалансированности интересов в период времени i ;

n – число наблюдаемых периодов времени, в которых анализируется баланс интересов.

Однако для устранения влияния на показатели вариации размеров, масштабов анализируемых объектов (например, крупнейший по всем объемным показателям среди российских предприятий «Газпром», соответственно, будет иметь и наибольшее абсолютное значение размаха вариации) рекомендуется использовать относительные показатели, в частности коэффициент вариации:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{x}} * 100\%, \quad (23)$$

где

CV – коэффициент вариации;

σ – среднее квадратичное отклонение;

$\bar{x}$ – среднее (ожидаемое) значение сбалансированности интересов.

Чем меньше CV , тем стабильнее значение анализируемого показателя. В нашем случае довольно высокое значение CV (крайний правый столбец таблицы 18), равное 41,2% свидетельствует о нестабильности достигаемого баланса интересов, а значит, о высоких рисках его изменения. Среднее, оно же ожидаемое, значение сбалансированности интересов (табл. 18) составляет 61%, что соответствует (согласно предлагаемой классификации) высокому уровню сбалансированности интересов, при котором деятельность менеджеров является для потенциальных инвесторов сигналом о стремлении соблюдать их финансовые интересы, что, по их мнению, увеличивает внутреннюю стоимость предприятия. Данный вывод можно принять в качестве итоговой, обобщающей оценки деятельности менеджмента предприятия по управлению рыночной стоимостью бизнеса.

Средний уровень сбалансированности в 61% и стабильность на уровне 41% не позволяют рассчитывать

на максимально возможный прирост рыночной стоимости. Необходимо предпринимать меры по повышению степени соблюдения эталонной динамики и снижению показателя стабильности. Для разработки искоемых мероприятий воспользуемся разработанным алгоритмом построения корректирующей эталонной динамики.

Сопоставляя ранги эталонного и фактического порядка показателей, выявим наиболее серьезные проблемы баланса интересов и управления рыночной стоимостью для ОАО «Редуктор». В качестве примера рассмотрим период 2007-2008 гг.

Вначале рассчитаем темпы роста показателей, используя данные таблицы 17. В итоге имеем (табл. 19).

Таблица 19

**ТЕМПЫ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
ОАО «РЕДУКТОР» ЗА ПЕРИОД 2007-2008 гг.**

№	Показатели	Обозначение	Темпы	Темпы предпочтительные
1	Выручка от реализации продукции	ВР	0,748	>1
2	Прибыль до налогообложения	БП	0,619	>1
3	Прибыль после выплаты процентов и налогов	ЧП	0,520	>1
4	Стоимость активов	СА	1,122	>1
5	Численность работающих	Ч	0,293	>1
6	Сумма выплаченных дивидендов	Д	0,000	>1

Представленные результаты получены путем деления показателей столбца «2008» таблицы 17 на показатели в соответствующих строках столбца «2007». Например, темп роста выручки от реализации продукции (**ВР**) равен делению выручки 2008 г. – 628,6 млн.руб. на выручку 2007 г. – 840 млн.руб., что составляет 0,748. Аналогичным образом найдены остальные показатели.

В крайнем справа столбце таблицы представлены рекомендуемые темпы роста показателей относительно единицы. Только изменение стоимости активов соответствует нормативному. Все остальные показатели уменьшились по сравнению с предыдущим периодом. Это означает, что ресурсы предприятия в 2008 г. использовались неэффективно. Проведем дальнейшую диагностику. Сопоставим ранги эталонного и фактического порядка показателей (табл. 20).

В столбце «Нормативные ранги» показатели упорядочены в соответствии с эталонной динамикой (12) по убыванию темпов роста. Согласно (12) наивысшим темпом роста должен обладать показатель прибыли после выплаты процентов и налогов (**ЧП**), ему присваивается ранг «1». Следующий по величине роста в эталонной динамике показатель прибыли до налогообложения (**БП**), ему соответствует ранг «2» и т.д. В качестве калибра принята единица, которая ограничи-

вает снизу рост всех показателей: они должны расти во времени, их темп роста должен быть больше единицы. Следовательно, калибру присваивается наивысший ранг «6».

Так как показатель суммы выплаченных дивидендов (**Д**) рассматривается отдельным неравенством, ему не присваивается нормативный ранг. Напомним, что в отношении **Д** применяется следующее правило: если он не уменьшается во времени и его значение не равно нулю, то он не считается проблемным показателем; если же он равен нулю или наблюдается его снижение в динамике, то степень его проблемности принимается наивысшей.

В следующем столбце «Темпы фактические» приведены данные из табл. 19. По этим данным в столбце «Фактические ранги» в порядке убывания проранжированы фактические темпы роста показателей. Так наивысший рост имеет показатель стоимости активов (**СА**) – 1,122, ему присваивается ранг «1». Следующий по убыванию значений – калибр (единица), его ранг – «2» и т.д. Наименьший темп роста у численности работающих (**Ч**), ему соответствует ранг «6».

Далее оценивается отклонение фактических рангов от нормативных по формуле (20), из нормативных рангов вычитаются ранги фактические. Например, для выручки от реализации продукции нормативный ранг равен 3, фактический – 3, разница составит 0; для прибыли до налогообложения нормативный ранг – 2, фактический – 4, разница – 2 и т.д.

Завершающим этапом является расстановка приоритетов для выявленных проблем с целью улучшения ситуации. Улучшение ситуации для ОАО «Редуктор» подразумевает рост сбалансированности интересов с достигнутых 31,3% (таблица 18) до значения, близкого к 100%. Необходимо выявить наиболее проблемные места в управлении балансом интересов (имеем в виду управление рыночной стоимостью), после чего направить основные усилия на их позитивное изменение. Присвоим степень приоритетности в соответствии с отклонением фактических рангов от нормативных.

Во-первых, как было отмечено ранее, невыплата дивидендов является серьезным нарушением права акционеров на получение текущих доходов. Даже, несмотря на то, что это произошло с ведома собственников предприятия, которые дали согласие направить прибыль предприятия на его развитие в полном объеме. В первой главе уже приводилась критика подобного подхода со стороны одного из крупнейших инвесторов современности Уоррена Баффета [3]. Напомним, он считает, что реинвестирование всей прибыли фирмы – это тоже самое, что залезть в карман собственников предприятия. У менеджеров, в этом случае, нет мотивации, искать иные способы увеличения капитала фирмы, привлечение которых требует больших усилий, чем реинвестирование прибыли. Более того, финансирование деятельности за счет собственного капитала фирмы снижает эффективность его использования [8].

Таблица 20

РАНЖИРОВАННЫЕ ТЕМПЫ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОАО «РЕДУКТОР» ЗА ПЕРИОД 2007-2008 гг.

№	Показатели	Обозначение	Нормативные ранги	Темпы фактические	Фактические ранги	Отклонение рангов	Степень проблемности
1	Выручка от реализации продукции	ВР	3	0,748	3	0	5

№	Показатели	Обозначение	Нормативные ранги	Темпы фактические	Фактические ранги	Отклонение рангов	Степень проблемности
2	Прибыль до налогообложения	БП	2	0,619	4	-2	3
3	Прибыль после выплаты процентов и налогов	ЧП	1	0,520	5	-4	1
4	Стоимость активов	СА	4	1,122	1	3	6
5	Численность работающих	Ч	5	0,293	6	-1	4
6	Калибр (единица)	1	6	1,000	2		-
7	Сумма выплаченных дивидендов	Д	-	0,000	-	-	1

Действительно, если проблемы постоянно решаются за счет собственников, то у менеджеров пропадает стимул выявлять все новые и новые резервы роста производительности капитала. Как бы не развивалась ситуация, помощь от собственников поступит вовремя, да и трудозатрат это составит минимум.

Подтверждением сказанному служит опережающий рост совокупных активов ОАО «Редуктор» по отношению к основным результирующим показателям – выручке от реализации и прибыли. Рост активов означает рост авансированного в деятельность предприятия капитала, который вкладывается с целью повышения отдачи от него. Отдача на капитал выражается показателями выручки и прибыли. Отсутствие адекватного росту активов роста прибыли и выручки свидетельствует о неэффективном использовании капитала фирмы, в том числе предоставленного собственниками в виде reinvestированной прибыли. Поэтому невыплата дивидендов рассматривается как нарушение баланса интересов и одна из самых серьезных проблем управления стоимостью бизнеса. Показатель дивидендных выплат, в этом случае, присваивается наивысшая степень проблемности «1», что отражено в табл. 20.

Во-вторых, для оставшихся показателей (помимо **Д**) степень проблемности определяется в соответствии с отклонением фактических рангов от нормативных. Наименьшее отклонение -4 имеет показатель прибыли после выплаты процентов и налогов (**ЧП**). Согласно нашему алгоритму, ему присваивается, наряду с показателем суммы выплаченных дивидендов (**Д**), наивысшая степень проблемности – «1». Отклонение рангов для прибыли до налогообложения (**БП**) составляет -2, ему присваивается, учитывая, что наиболее проблемными показателями являются **ЧП** и **Д**, степень проблемности «3» и т.д. В итоге, имеем граф настоятельности в управлении рыночной стоимостью (рис. 8).

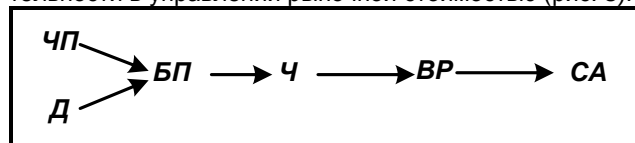


Рис. 8. Граф настоятельности в управлении стоимостью бизнеса для ОАО «Редуктор по итогам 2008 г.

Показатели, требующие первоочередной корректировки, расположены в начале графа, наименее проблемные в конце. Как видно, для обеспечения роста рыночной стоимости ОАО «Редуктор», в первую очередь, необходимо уделить внимание формированию прибыли после выплаты процентов и налогов и начать выплачивать дивиденды, которые в последующие периоды, по крайней мере, не должны снижаться.

Для выплаты дивидендов достаточно лишь решения Собрания акционеров, которое должно определить их

сумму и порядок выплаты. Что же касается, недостаточного уровня чистой прибыли (прибыли после выплаты процентов и налогов), то он обусловлен более быстрым ростом расходов по сравнению с доходами. Проанализируем изменение доходов и расходов ОАО «Редуктор» в 2008 году (табл. 21).

Снижение объемов реализации в 2008 г., вызванное, в большей степени, ухудшением хозяйственной конъюнктуры и финансовым кризисом, должно было сопровождаться соответствующим снижением себестоимости продукции. Тем не менее, мы видим, если объемы продаж снизились на 25%, то затраты связанные с производством продукции, только на 23%. Следовательно, необходимым более тщательный контроль за производственными расходами. Иначе, потенциал формирования прибыли, основного критерия результативности деятельности, будет снижаться. Это, безусловно, не может устраивать акционеров.

Таблица 21

ДОХОДЫ И РАСХОДЫ ОАО «РЕДУКТОР» ЗА ПЕРИОД 2007-2008 гг.

Млн. руб.

№	Показатель	Обозначение	Годы		Темп роста
			2007	2008	
1	Выручка от реализации продукции	ВР	840,0	628,6	0,748
2. Операционные расходы					
2.1	Себестоимость реализованной продукции	СП	634,7	488,1	0,769
2.2	Коммерческие расходы	КР	3,2	6,5	2,031
2.3	Управленческие расходы	УР	205,0	136,3	0,665

Настораживает и значительный рост коммерческих расходов более чем в 2 раза. Коммерческие расходы – это затраты, связанные с продвижением продукции. Учитывая, что выручка снизилась на 25%, а затраты, связанные с продажей продукции возросли в 2 раза, можно утверждать: произведенные расходы оказались явно излишними, что негативно отразилось на прибыли предприятия. Необходимо привести в соответствие коммерческие расходы к объемам продаж.

Благоприятно характеризует менеджмент предприятия значительное снижение управленческих расходов. Предприятие вовремя среагировало на ухудшение рыночной конъюнктуры, сопровождаемое снижением объемов продаж, и сократило расходы на управление, что в определенной степени нивелировало ухудшение финансового состояния. Однако это снижение не компенсировало недостаточное снижение производственных и коммерческих расходов, что негативно отразилось на формировании прибыли предприятия, ухудшении баланса интересов и, как следствие, потенциальному снижению рыночной стоимости предприятия.

Окончательные рекомендации для менеджмента ОАО «Редуктор» для обеспечения роста стоимости бизнеса в ближайшем будущем:

- выплата дивидендов;
- усиление контроля производственных расходов (снижение себестоимости продукции должно быть адекватно снижению объемов продаж);
- сокращение коммерческих расходов (в нашем случае, понесенные расходы не привели к обеспечению необходимого уровня продаж, следовательно, были неэффективны и избыточны).

Для целей управления рыночной стоимостью ОАО «Редуктор» на долгосрочную перспективу, а также устранения влияния на этот процесс спекулятивных и нефундаментальных факторов целесообразно проанализировать узкие места в балансе интересов за несколько периодов времени (табл. 22).

В столбце «годы» представлена степень проблемности показателей баланса интересов по годам, полученная в соответствии с рассмотренным выше алгоритмом. В столбце «среднее значение» по формуле (22) рассчитано среднее значение проблемности показателей, представляющее собой эмпирическое математическое ожидание. Это означает, что в случае неприятия мер по улучшению баланса интересов, его ожидаемое значение составит 61% (табл. 18), а основными узкими местами, тормозящими рост рыночной стоимости, будут показатели с наименьшим средним значением проблемности (таблица 22). В отношении ОАО «Редуктор» ими будут:

1. Сумма выплаченных дивидендов (среднее значение проблемности – 1);
2. Прибыль после выплаты процентов и налогов (среднее значение проблемности – 2,0);
3. Выручка от реализации продукции (среднее значение проблемности – 2,8).

Таблица 22

СТЕПЕНЬ ПРОБЛЕМНОСТИ КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ ОАО «РЕДУКТОР» ЗА ПЕРИОД 2005-2008 гг.

№	Показатель	Обозначение	Годы				Среднее значение
			2005	2006	2007	2008	
1	Выручка от реализации продукции, млн.руб.	ВР	1	4	1	5	2,8
2	Прибыль до налогообложения, млн.руб.	П	3	3	3	3	3,0
3	Прибыль после выплаты процентов и налогов, млн. руб.	ЧП	3	1	3	1	2,0
4	Стоимость активов, млн. руб.	СА	6	4	6	6	5,5
5	Численность работающих	Ч	3	4	3	4	3,5
6	Сумма выплаченных дивидендов, руб.	Д	1	1	1	1	1,0

Для наглядности трансформируем столбец «среднее значение» в граф настоятельности (рис. 9).

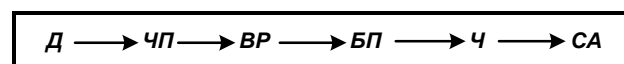


Рис. 9. Граф настоятельности в управлении стоимостью бизнеса для ОАО «Редуктор на долгосрочную перспективу

Получили довольно любопытный результат. На первый взгляд, драматичная ситуация с достижением баланса интересов в 2008 году обусловлена ухудшением рыночной конъюнктуры и финансовым кризисом. Отчасти это так. Многие фирмы свернули или секвестрировали свои инвестиционные программы в условиях недостатка денежной ликвидности и банковского кредитования. ОАО «Редуктор» – машиностроительное предприятие, продажи продукции которого зависят именно от инвестиционного спроса. Этим, скорее всего, и объясняется серьезное снижение продаж предприятия в 2008 г. Однако в контексте соблюдения баланса интересов (эталонной динамики (12)) и управления рыночной стоимостью снижение выручки не является главной проблемой. Дело в том, что ключевыми проблемами для ОАО «Редуктор» выступают не выручка от реализации продукции (**ВР**), а выплачиваемые дивиденды (**Д**) и чистая прибыль (**ЧП**). Мы с уверенностью заявляем, что именно эти факторы ограничивают рост рыночной стоимости предприятия, и кризис здесь не оказывает решающего влияния. Если бы акции ОАО «Редуктор» обращались на открытом рынке, то, вероятно, это удалось бы подтвердить соответствующим изменением котировок акций. Рекомендации по исправлению ситуации в целом за период такие же, как и для 2008 г., ввиду совпадения характера проблем.

Таким образом, с помощью построенного инструментария мы определили достигнутый менеджерами уровень результата в управлении рыночной стоимостью ОАО «Редуктор». 31,3% в 2008 г. и 61% в среднем за последние четыре года. Как видно, резервы роста рыночной стоимости есть. Для роста сбалансированности интересов до 100% выявлены первоочередные мероприятия, которые приведут к максимальному приросту стоимости бизнеса. Причем выбор управленческих действий формализован, а не основан на экспертных и интуитивных оценках, что является серьезным подспорьем менеджменту предприятия в процессе управления рыночной стоимостью. Как было показано выше, для управления рыночной стоимостью по эталонной динамике показателей необходимо, чтобы акции предприятия активно обращались на фондовом рынке. Более того, для управления стоимостью по эталонной динамике ключевых показателей нет необходимости оценивать и знать саму рыночную стоимость, что активизирует и упрощает процесс управления.

3.3. Основные направления повышения рыночной стоимости российского корпоративного сектора

Оценив ключевые проблемы предприятия, акции которого не обращаются на фондовом рынке, сравним их с основными задачами по управлению стоимостью бизнеса авангарда российского корпоративного сектора, предприятий, акции которых активно торгуются на финансовом рынке. Вначале проанализируем основные проблемы в достижении баланса интересов для крупнейших российских эмитентов акций (табл. 23). Для этого воспользовались разработанной нами компьютерной программой, находящейся в свободном доступе на сайте «Новые технологии финансового анализа и корпоративного управления» [93].

Таблица 23

**СТЕПЕНЬ ПРОБЛЕМНОСТИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ
БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ КРУПНЕЙШИХ
РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В 2008 ГГ.**

№	Предприятия	Ч	СА	ВР	БП	ЧП	Д
1	Автоваз	1	5	1	1	4	6
2	Камаз	5	6	4	3	1	1
3	Уралкалий	1	1	1	1	1	6
4	Метафракс	5	6	4	1	1	1
5	Акрон	4	5	3	2	1	6
6	Аэрофлот	4	3	4	4	1	1
7	Балтика	5	1	2	2	2	6
8	Вимм-Билль-Данн	3	6	1	4	4	1
9	Газпром	4	4	4	3	1	1
10	Татнефть	4	5	5	3	1	1
11	Лукойл	1	4	1	1	1	6
12	ГМК Норильский никель	6	5	4	1	1	1
13	Сургутнефтегаз	1	1	1	1	1	6
14	МТС	5	5	4	1	1	1
15	Ростелеком	3	5	3	2	1	6
16	Газпромнефть	3	4	4	2	1	6
17	Магнитогорский металлургический комбинат	4	5	5	3	1	1
18	Новолипецкий металлургический комбинат	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
19	Уралсвязьинформ	3	5	3	2	1	6
20	ГАЗ	5	6	1	1	1	1
Среднее по всем предприятиям		3,53	4,32	2,89	2,00	1,37	3,37
Степень проблемности показателя по рынку в целом		5	6	3	2	1	4

Где,

Ч – численность работающих;**СА** – сумма совокупных активов;**ВР** – выручка от реализации продукции;**П** – прибыль до налогообложения;**ЧП** – прибыль после выплаты процентов и налогов;**Д** – сумма выплаченных дивидендов.

В табл. 23 представлены, как данные по каждому предприятию в отдельности, так и в среднем по рынку (строка «Среднее по всем предприятиям»). В нижней строке, кроме этого, средние по предприятиям показатели проанжированы в порядке возрастания. Тем самым мы расставили приоритеты в улучшении качества управления рыночной стоимостью для российских корпораций в целом. Построим граф настоятельности (рис. 10).

ЧП → БП → ВР → Д → Ч → СА

Рис. 10. Граф настоятельности в управлении стоимостью бизнеса для российского корпоративного сектора экономики

Можно заметить, что для предприятий, чьи акции активно обращаются на бирже (в отличие от ОАО «Редуктор») выплата адекватных дивидендов выступает обязательным условием успешного корпоративного управления и не является ключевой проблемой баланса интересов и, следовательно, препятствием к росту рыночной стоимости. Однако здесь среди главных проблем, как и в случае с ОАО «Редуктор», формирование прибыли предприятия. По всей видимости, средняя российская корпорация не может обеспечить достаточ-

ный рост прибыли, рост издержек не соответствует достигнутому объему продаж. Это можно объяснить разными причинами. Например, мероприятия по стимулированию продаж, сопровождаемые увеличением маркетинговых бюджетов, являются избыточными и не приводят к достижению целей, ради которых замышлялись. В этом случае баланс может быть выправлен путем сокращения или утверждения новых маркетинговых бюджетов. Крупнейшим российским предприятиям необходимо усилить контроль издержек, большая часть из которых, судя по графу настоятельности, неэффективны и непроизводительны. Кроме этого, можно заметить, что опережающий рост активов предприятия по отношению к показателям отдачи – прибыли (ЧП) и выручки от реализации (ВР), свидетельствует о неэффективном использовании ресурсов.

Проблемы с показателем «Выручка от реализации продукции» лежат в той же плоскости, что и проблемы с прибылью и активами фирмы. Поступающей выручки явно недостаточно, чтобы оправдать избыточное увеличение расходов предприятия, а также роста его активов. Необходимо приложить усилия по росту объемов продаж, причем затраты на эти усилия не должны превышать выгоды, получаемой в результате проведенных мероприятий. В противном случае, темп роста расходов будет больше темпов роста выручки, что противоречит «золотому правилу экономики». Здесь также будут уместными мероприятия по сокращению издержек, приводящие в соответствие темпы роста доходов и расходов.

Для полноты картины и разработки мероприятий на долгосрочную перспективу обобщим результаты деятельности крупнейших российских корпораций за период 2003-2008 гг. (табл. 24).

Таблица 24

**СТЕПЕНЬ ПРОБЛЕМНОСТИ
ПОКАЗАТЕЛЕЙ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ
КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ЗА
ПЕРИОД 2003-2008 гг.**

№	Предприятия	Ч	СА	ВР	БП	ЧП	Д
1	Автоваз	1,67	4,00	2,33	3,00	2,17	4,33
2	Камаз	4,67	3,00	3,67	3,50	2,00	1,00
3	Уралкалий	1,50	3,50	2,50	2,67	1,33	3,50
4	Метафракс	2,83	4,00	2,67	2,83	1,17	4,33
5	Акрон	1,83	4,17	2,50	2,00	2,17	5,17
6	Аэрофлот	2,67	3,83	2,67	2,50	1,50	4,33
7	Балтика	3,50	3,33	2,83	2,33	1,33	5,17
8	Вимм-Билль-Данн	4,33	3,67	3,33	2,67	2,50	1,83
9	Газпром	3,33	3,17	3,33	2,50	1,17	5,17
10	Татнефть	2,33	4,50	8,83	2,83	2,00	5,17
11	Лукойл	2,83	4,00	2,33	2,00	1,33	6,00
12	ГМК Норильский никель	1,83	4,00	1,83	2,17	1,67	4,33
13	Сургутнефтегаз	2,67	3,17	3,33	1,83	1,50	5,17
14	МТС	3,83	3,00	3,00	1,83	1,00	5,17
15	Ростелеком	2,17	4,33	2,67	2,50	1,83	5,17
16	Газпромнефть	4,17	3,67	3,67	2,17	1,33	4,33
17	Магнитогорский металлургический комбинат	1,83	4,50	2,50	2,33	1,83	4,33
18	Новолипецкий металлургический комбинат	1,67	4,20	2,00	2,80	1,20	5,00
19	Уралсвязьинформ	2,00	3,83	3,33	2,50	1,17	6,00
20	ГАЗ	2,67	3,83	2,17	2,67	1,67	3,50

№	Предприятия	Ч	СА	ВР	БП	ЧП	Д
Среднее по всем предприятиям		2,72	3,79	3,08	2,48	1,59	4,45
Степень проблемности показателя по рынку в целом		3	5	4	2	1	6

В таблице представлены средние значения показателей сбалансированности интересов за период 2003-2008 гг., а также данные для построения графа настоятельности в управлении рыночной стоимостью за весь период 2003-2008 гг. Граф настоятельности будет выглядеть следующим образом (рис. 11).

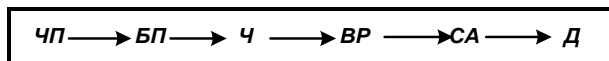


Рис. 11. Граф настоятельности в управлении стоимостью бизнеса для российского корпоративного сектора экономики за период 2003-2008 гг.

На протяжении всего рассматриваемого периода наиболее острыми углами корпоративных отношений в России были формирование чистой и балансовой прибыли. Вопрос о занижении прибыли менеджерами, сознательном или неосознанном, и уменьшении суммы средств, доступных к использованию акционерами, и по сей день является актуальнейшим в российском корпоративном управлении. Таким образом, баланс корпоративных интересов в нашей стране смещен в сторону менеджеров, которые, используя все доступные способы, стремятся оставить под своим управлением как можно больше денежных средств, не взирая на ущемление, тем самым, своих работодателей – владельцев фирмы. Ни это ли является причиной относительно низкой капитализации российских предприятий? Чтобы сгладить или завуалировать сложившуюся ситуацию, управляющие обеспечивают неплохие темпы дивидендов, создавая видимость относительно хорошего благополучия. Думается, что это не составило особого труда менеджерам, так как размер дивидендов был ограничен суммой ими же заниженной прибыли. Занижается прибыль, следовательно, занижаются дивиденды, что делает необременительным для менеджеров требование несижения их в динамике.

Исходя из сказанного, собственникам фирм при оценке соблюдения их интересов рекомендуется обращать внимание, прежде всего, на изменение показателей прибыли, а не дивидендов, которые могут ввести в заблуждение не только неопытных инвесторов, но и искушенных. Акционеры могут вполне мотивированно потребовать от своих управляющих увеличения прибыли и вместе с ней дивидендов не в ущерб балансу корпоративных интересов. Именно таким образом можно исправить образовавшийся в балансе перекос и создать предпосылки для роста совокупной стоимости корпоративного сектора экономики.

Таким образом, нами построен инструментарий управления рыночной стоимостью предприятия, позволяющий определять уровень достигнутого результата без непосредственной процедуры оценки стоимости, что удешевляет и упрощает процесс управления. Устранен субъективизм, присущий, как оценке стоимости бизнеса, так и принимаемым управленческим решениям. Необходимо также отметить еще одно важное свойство предлагаемого инструментария: из предлагаемой методики следует непосредственная информация для принятия решений, при этом отличительной осо-

бенностью рассмотренной методики является ее однозначный характер и информационная самодостаточность. Механизм устранения узких мест в управлении стоимостью бизнеса основан на построении графа настоятельности, в результате чего первоочередные действия для ликвидации негативных тенденций в изменении рыночной стоимости вытекают непосредственно из методики и четко формализованы, а не основаны на интуиции и квалификации менеджера.

По материалам третьей главы можно сделать следующие выводы.

1. Управление рыночной стоимостью бизнеса на основе баланса интересов требует взаимоувязанного роста показателей. Для обеспечения роста стоимости предприятия, в этом контексте, недостаточно роста отдельных показателей. Необходим отличный от существующих инструментарий обеспечения взаимоувязанного роста ключевых показателей, достижение которого вызовет максимальный прирост рыночной стоимости предприятия.
2. В качестве инструментария эффективного управления стоимостью бизнеса предлагается анализ расхождения рангов показателей в эталонном режиме и их рангов в фактическом порядке. Это позволит сформировать план мероприятий в установлении полного баланса интересов и проранжировать их в порядке настоятельности исправления сложившейся ситуации, что, как было показано, приведет к позитивному изменению стоимости предприятия.
3. Предложен алгоритм формирования графа настоятельности управления рыночной стоимостью. В начале графа отражены те аспекты управления предприятием, которые требуют самого пристального внимания. По мере переключения к концу графа напряженность в показателях спадает, и они не требуют каких-то кардинальных изменений в деятельности, им соответствующей. Этот граф является корректирующей эталонной. Его реализация позволяет приблизиться к эталонному порядку темпов.
4. На основе разработанного инструментария проведен анализ управления стоимостью ОАО «Редуктор». Нам удалось диагностировать проблемы в этой сфере, которые не определяются традиционными способами. Не смотря на внешнее благополучие и рост по основным показателям деятельности, мы выявили ряд проблем, решение которых позволит существенно увеличить стоимость анализируемого предприятия. Отметим, что акции ОАО «Редуктор» не обращаются на фондовом рынке, тем не менее мы доказали – предлагаемые мероприятия приводят к росту их стоимости.
5. На примере ОАО «Редуктор» показано, что невыплата дивидендов, связанная с направлением полученной прибыли на развитие предприятия во благо акционеров, на самом деле таковой не является. Поэтому невыплата дивидендов – фактор, оказывающий негативное влияние, как на стоимость акций, так и на баланс интересов. К тому же, данным видом ресурсов менеджеры, как правило, распоряжаются неэффективно, что мы также увидели в отношении анализируемого предприятия.
6. В отношении ОАО «Редуктор» был построен граф настоятельности для повышения стоимости бизнеса. Рекомендации таковы: для роста рыночной стоимости ОАО редуктор необходимо ввести в практику выплату дивидендов, усилить контроля производственных расходов, сократить коммерческие расходы. Чтобы получить необходимый результат нам не потребовалось оценивать и знать саму рыночную стоимость, что объективизирует и упрощает процесс управления.
7. Построение эталонной динамики показателей позволяет провести оценку баланса интересов предприятия, измерить результативность управления стоимостью, дает непосредственную информацию для выправления сложившейся ситуации и обосновывает систему мониторинга динамики предприятия. Полученная информация высту-

пает основой сбалансированности интересов и повышения эффективности управления.

8. Основными проблемами в управлении стоимостью российских корпораций являются в порядке убывания степени проблемности, формирование чистой прибыли, балансовой прибыли и выручки от реализации. Средняя российская корпорация не может обеспечить достаточный рост прибыли, рост издержек не соответствует достигнутому объему продаж. Необходимы меры, может быть даже самые радикальные, по устранению негативных переколов в балансе интересов.
9. Выплата дивидендов не является проблемой российского корпоративного сектора, этот параметр баланса интересов находится на приемлемом уровне. Однако это может быть следствием занижения менеджерами прибыли фирм, что естественным образом приводит к относительно невысоким размерам выплачиваемых дивидендов.
10. Баланс интересов в России смещен в сторону менеджеров, которые, используя все доступные способы, стремятся оставить под своим управлением как можно больше денежных средств, не взирая на ущемление, тем самым, своих работодателей – владельцев фирмы. Чтобы сгладить или завуалировать сложившуюся ситуацию, управляющие обеспечивают неплохие темпы дивидендов, создавая видимость относительного благополучия.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В работе обосновано, что управление предприятием должно быть нацелено на обеспечение роста стоимости бизнеса, а не на его максимизацию, как предлагает множество специалистов. В противном случае, концепция управления стоимостью предприятия сталкивается с множеством ограничений и становится малоприменимой на практике. В частности, одной из главных трудностей в управлении стоимостью является ее оценка. Вариативность оценок может быть весьма существенна в зависимости от метода оценки, взглядов инвестора на будущее фирмы и требуемой им доходности. Следовательно, при управлении стоимостью необходимо ориентироваться не на ее количественное значение, а на ее изменение.

Показатель рыночной стоимости не может служить единственным критерием успешного управления стоимостью предприятия. В арсенале менеджеров предприятия существует ряд приемов, позволяющих наращивать рыночную стоимость в краткосрочном периоде в ущерб долгосрочным перспективам. Поэтому необходима увязка нескольких показателей, характеризующих рост компании и ее стоимости. По этой же причине мотивация менеджеров на рост стоимости на основе опционных программ является порочной практикой, усугубляющей разделение интересов собственников и менеджеров.

Оценка стоимости и управление ею подвержены субъективизму, в частности, в силу отношения инвесторов к доходности и риску. Единственным объективным показателем является рыночная стоимость фирмы, который имеет ограничения на применение. Среди них, необходимость совершения сделки купли-продажи, торгуемость акций на бирже, спекулятивный характер, влияние множества факторов, разнородность требований со стороны заинтересованных групп. Поэтому в работе разработан такой критерий стоимости, который устранял бы названные ограничения.

Показателя рыночной стоимости имеет широкое практическое применение. Он является показателем благосостояния собственников предприятия, выражает обратную связь с внешней бизнес-средой, выступает в качестве ключевого итогового показателя результативности, характеризует возможность привлекать внешние источники финансирования, является показателем конкурентоспособности фирмы. Поэтому регулярная оценка рыночной стоимости предприятия необходима и позволяет проанализировать результаты деятельности фирмы и ее менеджмента.

Стоимость бизнеса формируется согласно схеме представленной на рис. 2. Представленный механизм объясняет как на основе управления финансовыми показателями (в соот-

ветствии с концепцией KPI) формируется внутренняя стоимость и, далее, рыночная стоимость предприятия.

Управление стоимостью предприятия должно осуществляться через финансовые показатели, характеризующие баланс интересов. Данный вывод получен на основе теоретического анализа двух групп факторов стоимости бизнеса: фундаментальных показателей и корпоративного управления. Применение фундаментальных показателей изолированно друг от друга значительно искажает информацию о деятельности и стоимости предприятия. Кроме того, традиционные подходы к управлению показателями не позволяют однозначно выбрать и обосновать вклад отдельных показателей в итоговую стоимость, устранить субъективизм оценок. Требуется учитывать взаимосвязи неоднородных показателей и формализовать выбор наиболее значимых факторов формирования стоимости. Корпоративное управление трактуется как совместная деятельность собственников и управляющих бизнесом по обеспечению справедливого баланса интересов, которые совпадают далеко не всегда. Причиной этому могут быть разные, носящие как позитивный, так и негативный оттенок. Следовательно, управление стоимостью предприятия целесообразно осуществлять через регулирование баланса интересов акционеров и менеджеров фирмы.

Установление рыночной стоимости предприятия происходит путем сопоставления внутренней его стоимости и рыночной цены. Чем выше внутренняя стоимость для большинства инвесторов по сравнению с рыночной ценой, тем сильнее рост рыночной стоимости. И наоборот. Этот факт используется в работе для разработки инструментария управления стоимостью фирмы. Обеспечивая положительную динамику показателей, характеризующих способность создавать ценность для акционеров, менеджеры тем самым способствуют росту стоимости бизнеса.

В основе управления рыночной стоимостью лежит управление по ключевым показателям, представленным в открытой финансовой отчетности предприятия: объем продаж, балансовая прибыль, прибыль после налогообложения, суммарные активы, численность работающих, выплаченные дивиденды. Набор показателей может варьироваться, однако важно, чтобы они обладали свойством динамической соподчиненности и динамической сопоставимости. Это позволяет согласовывать противоречивые, на первый взгляд, требования различных заинтересованных групп: например, акционеров и менеджеров. Кроме того, представленные свойства позволяют бороться с «приукрашиванием» финансовой отчетности, которое допускается действующим законодательством, но вводит в заблуждение возможных инвесторов.

Построенный инструментарий управления стоимостью обладает свойством универсальности, то есть может использоваться, как в случае управления стоимостью акций, так и в случае управления стоимостью бизнеса. Если акции предприятия активно торгуются на фондовом рынке, то управление рыночной стоимостью ориентировано на рост стоимости акций фирмы. Если нет, то – на рост стоимости бизнеса.

Управление рыночной стоимостью бизнеса на основе баланса интересов требует взаимоувязанного роста показателей. Для обеспечения роста стоимости предприятия, в этом контексте, недостаточно роста отдельных показателей. Управление рыночной стоимостью осуществляется на основе эталонной динамики ключевых показателей деятельности (12).

Представление баланса интересов в виде (12) позволяет количественно оценить степень его соблюдения. Делается это на основе расчета нормированного расстояния между матрицами, соответствующими эталонному и фактическому порядку темпов. Для облегчения расчетов рекомендуется воспользоваться специальной компьютерной программой, размещенную в свободном доступе в сети Интернет по адресу www.freean.ru.

В качестве инструментария эффективного управления стоимостью бизнеса выступает анализ расхождения рангов показателей в эталонном режиме и их рангов в фактическом порядке. Это позволит сформировать план мероприятий в установлении полного баланса интересов и проранжировать

их в порядке настоятельности исправления сложившейся ситуации, что, как было показано, приведет к позитивному изменению стоимости предприятия.

В работе представлен алгоритм формирования графа настоятельности управления рыночной стоимостью. В начале графа отражены те аспекты управления предприятием, которые требуют самого пристального внимания. По мере перемещения к концу графа напряженность в показателях спадает, и они не требуют каких-то кардинальных изменений в деятельности, им соответствующей. Этот граф является корректирующей эталонной динамикой. Его реализация позволяет приблизиться к эталонному порядку темпов.

В представленной работе выявлена взаимосвязь количественного значения баланса интересов и рыночной стоимости акций, которая в целом наблюдается, однако по отдельным предприятиям в отдельные периоды времени может нарушаться. Это связано с влиянием на стоимость нефундаментальных факторов, таких как спекулятивные или иные подобные факторы. Тем не менее, воздействие спекулятивных факторов на стоимость бизнеса носит ограниченный краткосрочный характер, и на долгосрочных временных интервалах влияние достигнутого баланса интересов на стоимость гораздо более очевидно. Лидеры по среднему значению баланса интересов одновременно являются и лидерами по приросту стоимости акций.

Стремление к соблюдению эталонной динамики (12) в условиях экономического кризиса позволяет рассчитывать на более быстрое восстановление стоимости, в случае улучшения макроэкономической ситуации, по сравнению с аналогичными предприятиями. В работе представлено доказательство данного тезиса. Среди лидеров роста стоимости акций присутствуют и все лидеры по сбалансированности интересов, который постарались сохранить ее на высоком уровне и в период кризиса.

Мы показали, что невыплата дивидендов, связанная с направлением полученной прибыли на развитие предприятия во благо акционеров, на самом деле таковой не является. Поэтому невыплата дивидендов – фактор, оказывающий негативное влияние, как на стоимость акций, так и на баланс интересов. К тому же, данным видом ресурсов менеджеры, как правило, распоряжаются неэффективно, что мы также увидели на примере конкретного предприятия.

Основными проблемами в управлении стоимостью российских корпораций являются в порядке убывания степени проблемности, формирование чистой прибыли, балансовой прибыли и выручки от реализации. Средняя российская корпорация не может обеспечить достаточный рост прибыли, рост издержек не соответствует достигнутому объему продаж. Необходимы меры, может быть даже самые радикальные, по устранению негативных перекосов в балансе интересов.

Выплата дивидендов не является проблемой российского корпоративного сектора, этот параметр баланса интересов находится на приемлемом уровне. Однако это может быть следствием занижения менеджерами прибыли фирм, что естественным образом приводит к относительно невысоким размерам выплачиваемых дивидендов.

Таким образом, построение эталонной динамики показателей позволяет провести оценку баланса интересов предприятия, измерить результативность управления стоимостью, дает непосредственную информацию для выправления сложившейся ситуации и обосновывает систему мониторинга динамики предприятия. Полученная информация выступает основой сбалансированности интересов и повышения эффективности управления.

Литература

1. Акционерное дело [Текст] : учеб. / под ред. В.А. Галанова. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 544 с.
2. Антонов Г.Д. Как сформировать эффективные интегрированные компании в промышленной России? [Текст] / Г.Д. Антонов, О.П. Иванова // Эко. – 2002. – №12.
3. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями [Текст] / Уоррен Баффет ; сост., авт. предисл. Л. Каннигем ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
4. Беляева И.Ю. Современные корпоративные стратегии и технологии в экономике России [Текст] / И.Ю. Беляева // Финансы и кредит. – 2001. – №1.
5. Беляева И.Ю. Корпоративные формы хозяйствования в российской экономике и проблемы взаимодействия менеджмента и мелких акционеров [Текст] / И.Ю. Беляева, М.А. Эскиндаров // Вопросы экономики. – 2000. – №10.
6. Блази Дж. Р. Новые собственники (наемные работники – массовые собственники акционерных компаний) [Текст] / Дж. Р. Блази, Д.Л. Круз. – М. : Дело, 1995. – 320 с.
7. Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия [Текст] / И.А. Бланк. – Киев : Эльга, Ника-центр, 2004. – 720 с.
8. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : Олимп-бизнес, 2004. – 1008 с.
9. Бугров Д. Метрика эффективности [Текст] / Д. Бугров // Вестник McKinsey. – 2003. – №1. – С. 77-89.
10. Бурлацкий А. и др. Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании [Текст] / А. Бурлацкий, Г. Айбиндер, Г. Головина // Управление компанией. – 2003. – №2.
11. Васильев Д. Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшений? [Текст] / Д. Васильев // Инвестиционный климат и экономическая стратегия России. – М. : ГУ-ВШЭ, 2000. – 169 с.
12. Винслав Ю. Становление отечественного корпоративного управления: теория, практика, подходы к решению ключевых проблем [Текст] / Ю. Винслав // Российский экономический журнал. – 2001. – №2.
13. Винслав Ю. и др. Развитие интегрированных корпоративных структур в России [Текст] / Ю. Винслав, В. Дементьев, А. Мелентьев, Ю. Якутин // Российский экономический журнал. – 1998. – №11-12.
14. Выборова Е.Н. Финансовая диагностика: сущность, концепция, технология [Текст] / Е.Н. Выборова // Финансы и кредит. – 2003. – №15.
15. Вэйтилингэм Р. Руководство по использованию финансовой информации Financial Times [Текст] : пер. с англ. / Р. Вэйтилингэм. – М. : Финансы и статистика, 1999. – 400 с.
16. Гальперин С.Б. и др. Механизм анализа и прогноза деятельности корпоративных структур [Текст] / С.Б. Гальперин, М.В. Дороднева, Ю.В. Мишин, Е.В. Пухова ; под ред. д.э.н. С.Б. Гальперина. – М. : Новый век, Ин-т микроэкономики, 2001. – 60 с.
17. Гуриев С. и др. Корпоративное управление в российской промышленности [Текст] / С. Гуриев и др. – М. : Московский общественный научный фонд, 2003. (Научные доклады: независимый экономический анализ).
18. Гуриев С. и др. Корпоративное управление в российской промышленности [Текст] / С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский, С. Цухло. – М. : ИЭПП, 2004. – 92 с.
19. Гуриев С. и др. Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России [Текст] / С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский, С. Цухло // Общество и экономика. – 2002. – №10-11.
20. Дамари Р. Финансы и предпринимательство: финансовые инструменты, используемые западными фирмами для роста и развития организаций [Текст] / Р. Дамари. – Ярославль : Елень, 1993. – 223 с.
21. Дедов Л.А. Оценка результативности менеджмента российских корпораций [Текст] / Л.А. Дедов, А.С. Тонких // Общество и экономика. – 2005. – №2.
22. Демичев В.В. Тенденции развития акционерного капитала России [Текст] / В.В. Демичев // Финансы и кредит. – 2001. – №4.
23. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами [Текст] : пер. с англ. / Дж. К. Ван Хорн ; гл. ред. серии Я.В. Соколов. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 800 с.
24. Джонс Э. Деловые финансы [Текст] : пер. с англ. / Э. Джонс. – М. : Олимп-бизнес, 1998. – 416 с.
25. Дипиаза С.А. Будущее корпоративной отчетности. Как вернуть доверие общества [Текст] / С.А. Дипиаза, Р. Дж. Экклз. – М. : Альпина Паблишер, 2003. – 216 с.
26. Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности [Текст] / Т. Долгопятова // Вопросы экономики. – 2001. – №5.

27. Долгопятова Т. Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение [Текст] / Т. Долгопятова. – М. : Дело Лтд, 1995. – 288 с.
28. Долгопятова Т.Г. Эволюция моделей корпоративного контроля в российских компаниях: тенденции и факторы [Текст] : препринт WP1/2005/04 / Т.Г. Долгопятова. – М. : ГУ ВШЭ, 2005. – 28 с. (in English)
29. Дынкин А. Интегрированные бизнес группы в российской экономике [Текст] / А. Дынкин, А. Соколов // Вопросы экономики. – 2002. – №4.
30. Елисеева И.И. Общая теория статистики [Текст] : учеб. / И.И. Елисеева, М.М. Юзбашев ; под ред. чл.-корр. РАН И.И. Елисеевой. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 480 с.
31. Жданов А.Ю. Стратегическая информация на службе корпоративного управления: современные подходы к построению системы показателей [Текст] / А.Ю. Жданов // Финансы и кредит. – 2004. – №12, 16.
32. Зайцев Б.Ф. и др. Механизм создания российских региональных финансово-промышленных групп [Текст] / Б.Ф. Зайцев, Н.Г. Агурбаш, Н.Н. Ковалева, О.А. Малютина ; под ред. д.э.н. проф. Б.Ф. Зайцева. – М. : Экзамен, 2000. – 160 с.
33. Измерения в процессах моделирования социально-экономических систем [Текст]. Ч. 1. – Л. : Изд-во ЛФЭИ, 1991. – 103 с.
34. Ильин М. Финансово-промышленная интеграция и корпоративные структуры: мировой опыт и реалии России [Текст] / М. Ильин, А. Тихонов. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – 287 с.
35. Инвестиционное поведение российских предприятий [Текст] / Дробышевский С., Радыгин А., Горшунов Н., Изряднова О. и др. – М. : ИЭПП, 2003. – 497 с.
36. Кашин С. Как расти здоровым [Текст] / С. Кашин // Секрет фирмы. – 2004. – №29.
37. Кашанина Т.В. Корпоративное право [Текст] / Т.В. Кашанина. – М. : НОРМА-ИНФРА, 1999. – 802 с.
38. Клейнер Г. Управление корпоративными предприятиями в переходной экономике [Текст] / Г. Клейнер // Вопросы экономики. – 1999. – №8.
39. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент [Текст] / В.В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
40. Козаченко Г.В., Воронкова А.Е. Корпоративне управління. Підручник для вузів. Київ: Лібра, 2004. 386 с.
41. Колас Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы [Текст] : учеб. пособие / Б. Колас ; пер. с франц. под ред. проф. Я.В. Соколова. – М. : Финансы, ЮНИТИ, 1997. – 576 с.
42. Комер М. Дж. Расследование корпоративного мошенничества [Текст] / М. Дж. Комер. – М. : Ніппо, 2004. – 308 с.
43. Коренченко Р.А. Общая теория организации [Текст] : учеб. для вузов / Р.А. Коренченко. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 286 с.
44. Корнаи Я. Юридические обязательства, проблема их соблюдения и мягкие бюджетные ограничения [Текст] / Я. Корнаи // Вопросы экономики. – 1998. – №9.
45. Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества [Текст] / под ред. М. Хасселя. – М. : Джон Уайли Энд Санз, 1996. – 80 с.
46. Корпоративное управление. Основные проблемы и конфликты [Текст] // Экономика и жизнь. – 2000. – №51.
47. Корпоративные конфликты. Причины возникновения и способы преодоления [Текст]. – М. : Едиториал УРСС, 2002.
48. Корпоративные проблемы экономического реформирования России [Текст] : сб. науч. тр. / под общ. ред. Ю.Н. Винслава. – М. : Экономика, 2000. – 183 с.
49. Коупленд Т. и др. Стоимость компаний оценка и управление [Текст] : пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин. – М. : Олимп-бизнес, 1999. – 576 с.
50. Кочетков Г.Б. Корпорация: американская модель [Текст] / Г.Б. Кочетков, В.Б. Сулян. – СПб. : Питер, 2005. – 320 с.
51. Красникова М. Быстрый дрейф [Текст] / М. Красникова // Эксперт. – 2004. – №14.
52. Крейчман Ф.С. Эффективная организация управления акционерными предприятиями в условиях рынка [Текст] / Ф.С. Крейчман. – М. : Финстатинформ, 2000. – 316 с.
53. Кризис в менеджменте [Текст] // Секрет фирмы. – 2004. – №15.
54. Лапаев Д.Н. Определение экономического состояния хозяйствующих субъектов при частичном совпадении интересов заинтересованных сторон [Текст] / Д.Н. Лапаев, Ф.Ф. Юрлов // Финансы и кредит. – 2005. – №2.
55. Лафта Дж. К. Эффективность менеджмента организации [Текст] : учеб. пособие / Дж. К. Лафта. – М. : Русская деловая лит-ра, 1999. – 320 с.
56. Львов Д.С. Экономика развития [Текст] / Д.С. Львов. – М. : Экзамен, 2002. – 512 с.
57. Маркова В.Д. Стратегический менеджмент [Текст] : курс лекций / В.Д. Маркова, С.А. Кузнецова. – М. : ИНФРА-М ; Новосибирск : Сибирское соглашение, 2002. – 288 с.
58. Масютин С.А. Корпоративное управление: опыт и проблемы [Текст] : монография / С.А. Масютин. – М. : Финстатинформ, 2003. – 280 с.
59. Матвеева А. Не дать ему уйти [Текст] / А. Матвеева // Эксперт. – 2005. – №36.
60. Мертенс В.Е. Системное корпоративное управление [Текст] / В.Е. Машенко. – М. : Сирин, 2003. – 251 с.
61. Мезоэкономика переходного периода: рынки, отрасли, предприятия [Текст] : под ред. д.э.н. Г.Б. Клейнера. – М. : Наука, 2001. – 516 с.
62. Мертенс А. Стоимость компании в теории и на практике [Текст] / А. Мертенс // Финансовый директор. – 2002. – №5.
63. Мессер Д. ИБМ: управление в самой преуспевающей корпорации мира [Текст] / Д. Мессер. – М. : Прогресс, 1991. – 456 с.
64. Методика расчета индекса РТС [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.rts.ru/index.cfm?id=704>.
65. Мильнер Б. Крупные корпорации – основа подъема и ускоренного развития экономики [Текст] / Б. Мильнер // Вопросы экономики. – 1998. – №9.
66. Миркин Я., С.Лосев. Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи [Текст] / Я. Миркин, С. Лосев // Рынок ценных бумаг. – 2000. – №22.
67. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ [Текст] : пер. с англ. / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М. : Дело, 1999. – 272 с.
68. Мусин М. Проблема согласования интересов [Текст] / М. Мусин // Экономист. – 2005. – №5.
69. Национальный рейтинг корпоративного управления «РИД-Эксперт» [Электронный ресурс]. URL: www.raexpert.ru/ratings/corporate/
70. Никонова И.А. Стратегия и стоимость коммерческого банка [Текст] / И.А. Никонова, Р.Н. Шамгунов. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.
71. Нили Э. и др. Призма эффективности: карта сбалансированных показателей для измерения успеха в бизнесе и управления им [Текст] / Энди Нили, Крис Адамс, Майк Кеннерли ; пер. с англ. – Днепрпетровск : Баланс-Клуб, 2003. – 400 с.
72. Паппэ Я. Российский крупный бизнес как экономический феномен: особенности становления и современного этапа развития [Текст] / Я. Паппэ // Проблемы прогнозирования. – 2002. – №1.
73. Паппэ Я. Российский крупный бизнес как экономический феномен: специфические черты модели его организации [Текст] / Я. Паппэ // Проблемы прогнозирования. – 2002. – №2.
74. Петров Ю. Реформа корпоративных институтов и создание социального рыночного хозяйства [Текст] / Ю. Петров // Российский экономический журнал. – 2000. – №4, 5.
75. Погостинская Н.Н. Системный анализ финансовой отчетности [Текст] / Н.Н. Погостинская, Ю.А. Погостинский. – СПб. : Изд-во Михайлова В.А., 1999. – 96 с.
76. Проблемы корпоративного управления в России и регионах [Текст] / Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Гонтмахер А.Е. и др. – М. : ИЭПП, 2002. – 258 с.
77. «Пятерочка» подложила свинью [Текст] // Секрет фирмы. – 2005. – №48.
78. Радыгин А. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России [Текст] / А. Радыгин // Вопросы экономики. – 1999. – №8.
79. Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы [Текст] / А. Радыгин // Вопросы экономики. – 2002. – №1.

80. Радыгин А. Собственность, корпоративные конфликты и эффективность (некоторые эмпирические оценки) [Текст] / А. Радыгин, С. Архипов // Вопросы экономики. – 2000. – №11.
81. Радыгин А. Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? [Текст] / А. Радыгин, И. Сидоров // Вопросы экономики. – 2000. – №5.
82. Радыгин А.Д. и др. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления [Текст] / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов, И.В. Межеряупс. – М., 2003. – 167 с.
83. Развитие корпоративных форм управления в России (по материалам междунар. науч.-практ. конф., проведенной Междунар. академией корпоративного управления) [Текст] // Российский экономический журнал. – 2000. – №2, 4.
84. Рассказова А.Н. Финансовые аспекты корпоративного управления. Расчет добавленной стоимости собственного капитала [Текст] / А.Н. Рассказова // Финансовый менеджмент. – 2002. – №5.
85. Рачек В.Л. Как экономические интересы акционеров формируют контроль на основе корпоративное управление [Текст] / В.Л. Рачек // ЭКО. – 2004. – №7.
86. Рожков А.А. Функциональная декомпозиция процесса корпоративного управления [Текст] / А.А. Рожков // Финансы и кредит. – 2003. – №12.
87. Розинский И.А. Механизмы получения доходов и корпоративное управление в российской экономике [Текст] / И.А. Розинский // Предприятия России. – М. : ГУ ВШЭ, Вып. 1, 2002.
88. Романова О.А. Концептуальные основы оценки эффективного развития внутрифирменных корпоративных отношений [Текст] : препринт / О.А. Романова, И.Н. Ткаченко. – Екатеринбург : Ин-т экономики УрО РАН, 2001. – 32 с.
89. Романова О.А. Социальная ответственность в корпоративных отношениях [Текст] : препринт / О.А. Романова, И.Н. Ткаченко. – Екатеринбург : Ин-т экономики УрО РАН, 2001. – 32 с.
90. Румянцева Е.Е. О новых подходах к управлению финансами предприятий [Текст] / Е.Е. Румянцева // Финансы и кредит. – 2004. – №24.
91. Саарепера М.И. Концентрические аналитические матричные модели в экономическом анализе [Текст] / М.И. Саарепера. – Таллинн : Таллиннский политехнический институт, 1987. – 142 с.
92. Скрин [Электронный ресурс] : агентство раскрытия информации. Режим доступа: <http://www.scrin.ru>.
93. Новые технологии финансового анализа и корпоративного управления [Электронный ресурс] : программа расчета баланса интересов. URL: http://www.freean.ru/l_O_Forms/calculations.php.
94. Эксперт [Электронный ресурс] : рейтинговое информационное агентство. Режим доступа: <http://www.raexpert.ru>
95. Сверяясь с биржей [Текст] // Секрет фирмы. – 2008. – №30.
96. Секрет канатоходца [Текст] // Эксперт-Урал. – 2003. – №3.
97. Семь нот менеджмента [Текст]. – 3-е изд., доп. – М. : Ж-л Эксперт, 1998. – 424 с.
98. Сергиенко Я. Рыночные модели развития корпоративного сектора [Текст] / Я. Сергиенко // Вопросы экономики. – 2002. – №1.
99. Скотт М. Факторы стоимости : руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости [Текст] : пер. с англ. / М. Скотт. – М. : Олимп-бизнес, 2000. – 432 с.
100. Смирницкий Е.К. Экономические показатели бизнеса [Текст] / Е.К. Смирницкий. – М. : Экзамен, 2002. – 512 с.
101. Сорос Дж. Алхимия финансов [Текст] / Джордж Сорос. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 416 с.
102. Старюк П.Ю. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления [Электронный ресурс] / П.Ю. Старюк // Корпоративный менеджмент. URL: http://www.cfin.ru/management/finance/valman/corp_governance_in_vbm.shtml
103. Сыроежин И.М. Методологические аспекты моделирования экономических интересов [Текст] : учеб. пособие / И.М. Сыроежин. – Л. : ЛФЭИ, 1983. – 69 с.
104. Сыроежин И.М. Совершенствование системы показателей эффективности и качества [Текст] / И.М. Сыроежин. – М. : Экономика, 1980. – 192 с.
105. Татаркин А.И. Актуальные проблемы корпоративного строительства [Текст] / А.И. Татаркин, В.Ж. Дубровский // Экономика Северо-Запада: проблемы и перспективы развития. – 2001. – №1. – С. 3-9.
106. Татаркин А.И. Проблемы корпоративного развития [Текст] : препринт / А.И. Татаркин, В.Ж. Дубровский. – Екатеринбург : Ин-т экономики УрО РАН, 2000. – 40 с.
107. Татаркин А.И. и др. Становление и развитие внутрифирменных институтов корпоративного управления (опыт регионального исследования) [Текст] / А.И. Татаркин, О.А. Романова, И.Н. Ткаченко // Экономическая наука современной России. – 2000. – №3-4. – С. 22-34.
108. Ткаченко И.Н. Гармонизация внутри- и внефирменных корпоративных отношений (региональный аспект) [Текст] / И.Н. Ткаченко // Проблемы формирования единого экономического и правового пространства России / под ред. д.э.н. Н.Ю. Власовой. – Екатеринбург : Изд-во УрГЭУ, 2000. – С. 80-95.
109. Ткаченко И.Н. Институты и ценности в системе корпоративных отношений: модели эффективного развития [Текст] / И.Н. Ткаченко. – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2000. – 91 с.
110. То Кен Сик. Доля фабриканта (о подходе к управлению акционерным капиталом предприятия) [Текст] / То Кен Сик // ЭКО. – 2005.
111. Толчин К.В. Об оценке эффективности деятельности банков [Текст] / К.В. Толчин // Деньги и кредит. – 2007. – №9. С. 58-62.
112. Тонких А.С., Ионов А.В. Управление стоимостью бизнеса на основе баланса интересов [Текст] / А.С. Тонких, А.В. Ионов // Вестник Финансовой академии. – 2009. – №3. – С. 50-57.
113. Тонких А.С. Как действовать менеджерам корпораций в интересах их собственников [Текст] / А.С. Тонких // ЭКО. – 2005. – №3.
114. Тонких А.С. Моделирование результативного управления корпоративными финансами [Текст] : монография / А.С. Тонких. – Екатеринбург; Ижевск : ИЗ УрО РАН, 2006. – 200 с.
115. Тонких А.С. Формирование эталонной динамики развития как основа выявления слабых мест в финансовой деятельности предприятия [Текст] / А.С. Тонких // Финансы и кредит. – 2005. – №21.
116. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании [Текст] : пер. с англ. / К. Уолш. – 2-е изд. – М. : Дело, 2001. – 360 с.
117. Утверждая научные принципы управления интегрированными корпорациями [Текст] // Российский экономический ж-л. – 2001. – №10.
118. Об акционерных обществах [Электронный ресурс] : федер. закон от 26 дек. 1995 г. №208-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
119. Финансовое управление фирмой [Текст] / В.И. Терехин, С.В. Моисеев, Д.В. Терехин, С.Н. Цыганков ; под ред. В.И. Терехина. – М. : Экономика, 1998. – 350 с.
120. Ченг Ф. Ли. Финансы корпораций: теория, методы и практика [Текст] : пер. с англ. / Ченг Ф. Ли, Дж. И. Финнерти. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 686 с.
121. Червонная О. Баланс интересов в управлении предприятием [Текст] / О. Червонная // Проблемы теории и практики управления. – 1998. – №4.
122. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности [Текст] / Е.В. Чиркова. – М. : Олимп-бизнес, 1999. – 288 с.
123. Шарп У. и др. Инвестиции [Текст] : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 1028 с.
124. Шевченко И.В. Российские корпорации: истоки, принципы функционирования, совершенствование корпоративного управления [Текст] / И.В. Шевченко, Е.М. Малкова // Финансы и кредит. – 2001. – №4.
125. Шеремет А.Д. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций [Текст] / А.Д. Шеремет, Е.В. Негашев. – М. : ИНФРА-М, 2003. – 237 с.

- 126.Шупыро В.М. Преобразование государственной собственности в период экономических реформ [Текст] / В.М. Шупыро. — М. : ВШПП, 2002. — 248 с.
- 127.Щербакова О. Методы оценки стоимости компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости [Текст] / О. Щербакова // Финансовый менеджмент. — 2003. — №3.
- 128.Эйсснер Ю.Н. Организационно-экономические измерения в планировании и управлении [Текст] / Ю.Н. Эйсснер. — Л. : Изд-во Ленинградского ун-та, 1988. — 144 с.
- 129.Эрхард Л. Благополучие для всех [Текст] : пер. с нем. / Л. Эрхард. — М. : Дело, 2001. — 352 с.
- 130.Якутин Ю.В. Интегрированные корпоративные структуры: развитие и эффективность [Текст] / Ю.В. Якутин. — М. : Экономическая газета, 1999. — 368 с.
- 131.Ясин Е. Поражение или отступление? (русские реформы и финансовый кризис) / Евгений Ясин // Вопросы экономики. — 1999. — №2.
- 132.Arnold G. Tracing the development of value based management // Arnold G., Davies M. Value based management. Context and application. John Wiley & Sons: N.Y., 2000.
- 133.Berman S., Wicks A., Kotha S., Jones T. Does stakeholder orientation matter? The relationship between management models and firm financial performance // Academy of management journal. 1999. Vol. 42. p. 488-506.
- 134.Blair M. Ownership and control: rethinking corporate government for the twenty // First century. 1995. Ch. 6.
- 135.Charkham J. Keeping good company: a study of corporate governance in five countries. Clarendon Press, 1995.
- 136.Collins J., Porras J. Built to last: successful habits of visionary companies. Random House : London. 1995.
- 137.Cooper S. Shareholder wealth or societal welfare: a stakeholder perspective // Arnold G., Davies M. (eds). Value based management. Context and application. John Wiley & Sons: N.Y. 2000.
- 138.Dewenter K., Warther V. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and United States firms // Journal of finance, 1998.
- 139.Ehrbar A. EVA: The real key to creating wealth. John Wiley & Sons: N.Y. Financial Management Survey. 1996. Deloitte & Touche.
- 140.Franks J., Mayer C. Ownership, control and the performance of German corporations // ESRC working paper. 1997. №102251103.
- 141.Freeman R.E. Strategic management: a stakeholder's approach. Pittman: Boston. 1984.
- 142.Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A. Private ownership and corporate performance // Policy research working paper №1830. The World Bank, Washington, 1997.
- 143.Gilson S. Bankruptcy, boards, banks and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firm default // Journal of financial economics. 1990. p. 355-388.
- 144.Grant J. Foundations of economic value added. The Frank Fabozzi Series. 2nd ed. John Wiley & Sons: N.Y. 2003.
- 145.International survey of shareholder value management issues. 1997. Coopers & Lybrand.
- 146.Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers // American economic review. 1986. p. 323-329.
- 147.Kaplan R.S., Norton D.P. The balanced scorecard measures then drive performance // Harvard business review. 1992. Vol. 70. №1.
- 148.La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A., Vishny A.. Agency problems and dividend policies around the world // NBER working paper. 1988. N. 6594.
- 149.La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A. Corporate ownership around the world // Journal of finance. 1999. Vol. 54. p. 471-517.
- 150.Madden B.J. CFROI valuation: a total systems approach to valuing the firm. Butterford-Heinemann: Oxford. 1999.
- 151.Martin K., McConnel. Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover // Journal of finance. 1991. p. 671-688.
- 152.McGrath J., Kroeger F., Traem M., Rockenhaeuser J. The value growers: achieving competitive advantage through Long-Term growth and profits. McGraw-Hill: London. 2001.
- 153.McTaggart J., Kontes P.W., Mankins M.C. The value imperative. Free Press: N.Y. 1994.
- 154.Rappaport A. Strategic analysis for more profitable acquisitions // Harvard business review. 1979. Vol. 57 (4). p. 99-100.
- 155.Rappaport A. Creating shareholder value. Free Press: N.Y. 1986.
- 156.Reimann B. Managing for value — a guide to value based strategic management. Basil Blackwell : Oxford. 1989.
- 157.Roman R., Hayibor S., Agle B. The relationship between social and financial performance // Business and society. Vol. 38. p. 109-125.
- 158.Shareholder value metrics // Shareholder value management series. Booklet 2. Boston Consulting Group. 1996.
- 159.Shleifer A., Vishny R. A survey of corporate governance // Journal of finance. 1997. p. 737-783.
- 160.Simeon Djankov, Edward L. Glaeser, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, The new comparative economics // NBER working paper. 2003. Vol. 9608, April.
- 161.Simon C. ed. Conflict and change in the Russian industrial enterprise. Edward Elgar, Cheltenham, March 1996.
- 162.Stewart B. The quest for value: a guide for senior managers. Harper Collins: N.Y.
- 163.Stojanovic D. A comparative analysis of the economic movement on the basis of growth matrix // Socio-economic Plan. Sci. 1986. Vol. 20. №2.
- 164.Svendsen A., Boutilier R., Abbott R., Wheeler D. 2001. Measuring the business value of stakeholder relationships. 2001. Part 1. The Center of innovation in management. Toronto.
- 165.The fundamentals of value creation. Insights: Braxton on Strategy. 1991. Braxton Associates.
- 166.Tirole J. Corporate governance // CEPR discussion paper №2086. London, 1999.
- 167.Value based management : a survey of European industry. 1996. KPMG.
- 168.Value based management: the growing importance of shareholder value in Europe. 1999. KPMG.
- 169.Waddock S., Graves S. 1997. The corporate social performance-financial performance // Strategic management journal. Vol. 18 (4). p. 303-319.
- 170.Walking R., Long M. Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance // RAND journal of economics. 1984. p. 54-68.

Ключевые слова

Стоимость бизнеса; рыночная стоимость; управление стоимостью; баланс интересов; корпоративное управление; эталонная динамика.

Тонких Андрей Сергеевич

Ионов Андрей Викторович

Ионов Сергей Андреевич

РЕЦЕНЗИЯ

В современном менеджменте одной из самых неразработанных концепций является концепция управления рыночной стоимостью. Рост рыночной стоимости становится основополагающим критерием эффективности, как самого предприятия, так и его руководителей. Все больше предприятий выводят собственные акции на фондовый рынок с целью увеличения совокупного богатства своих владельцев, которое в большей степени складывается из рыночной стоимости принадлежащих им акций. В этих условиях чрезвычайно актуальным становится разработка методики управления рыночной стоимостью предприятия, и данная статья призвана внести существенный вклад в обозначенную проблематику.

Современный инструментальный управления рыночной стоимостью предприятия должен обеспечивать достижение динамичного сбалансированного роста, согласования различных экономических и финансовых целей предприятия. Однако существующие подходы к построению инструментария управления рыночной стоимостью не в полной мере отвечают этим требованиям, что обуславливает актуальность настоящей статьи.

Авторами построен инструментальный управления рыночной стоимостью промышленного предприятия на основе эталонной динамики показателей. В экономической практике обычно предлагаются проце-

дуры, дающие весьма нечеткие и неоднозначные оценки хозяйственных ситуаций. В этом отношении представленный подход выглядит более предпочтительным. А именно, единый обобщенный показатель, выражающий сбалансированность интересов акционеров и менеджеров, который, по мнению автора, является основным фактором формирования рыночной стоимости предприятия, дает итоговую оценку достигнутым результатам. Дальнейшая подробная классификация полученных оценок позволяет наглядно структурировать управление российскими промышленными предприятиями. Авторы апробировали предложенные ими идеи и категории к динамике одного из крупнейших удмуртских промышленных предприятий, а также разработали рекомендации по управлению его рыночной стоимостью.

Научная статья А.С. Тонких, А.В. ИONOVA, С.А. ИONOVA «Методический инструментарий повышения рыночной стоимости фирмы и достижения баланса интересов» соответствует всем требованиям, предъявляемым к работам такого рода. Данная статья может быть рекомендована к публикации.

Савин К.Н., д.э.н., профессор, ФГБОУ ВПО «Тамбовский государственный технический университет»