

УДК 658.14/.17(063)

ББК 65.290-9

К68



Издание осуществлено в рамках
Инновационной образовательной программы ГУ ВШЭ
«Формирование системы аналитических компетенций
для инноваций в бизнесе и государственном управлении»

ISBN 5-7598-0428-6

© Оформление. Издательский дом
ГУ ВШЭ, 2006

ОГЛАВЛЕНИЕ

<i>Ивашковская И.В.</i> Вступительное слово	5
<i>Ивашковская И.В.</i> Управление стоимостью компании как инновация	6
<i>Теплова Т.В.</i> Инвестиционные рычаги создания стоимости компании	14
<i>Эверстова К.Н.</i> Повышение конкурентоспособности как один из факторов, влияющих на стоимость компании	20
<i>Солдатов А.В.</i> Подходы к оценке предпринимательского потенциала технологической компании	27
<i>Гриценко Е.О.</i> Применение концепции экономического капитала в управлении стоимостью компании	34
<i>Григорьева С.А.</i> Стратегия диверсификации и ее влияние на стоимость компании на растущих рынках капитала	44
<i>Покровский Н.Ю.</i> Использование многофакторных моделей рентабельности для оценки механизма экономического роста предприятий	55
<i>Чекунаева Ю.А.</i> Снижение величины затрат на собственный капитал компаний на развивающихся рынках капитала путем выпуска АДР (эмпирическое исследование российских эмитентов)	61
<i>Цой Р.А.</i> Влияние корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний	70
<i>Рябова Е.В.</i> Направления анализа факторов создания стоимости бизнеса	81
<i>Павлова А.В.</i> Специфика применения методологии реальных опционов для создания и оценки стоимости развивающихся компаний в условиях неопределенности	89
<i>Артеменков А.И.</i> Оценка компаний по доходному подходу — левостороннее мышление	98

Удальцов В.Е. Денежное стимулирование менеджмента компании на базе стоимостных показателей	111
Алексеева М.А. Использование экономической прибыли для оценки стоимости компании и анализа эффективности деятельности с применением налогового аудита	119
Аникина Н.Ю. Новый вектор использования стоимостной модели управления: совмещение финансового и юридического анализа	132
Серединский Е.И. Критически-рефлексивный анализ методологической основы современных корпоративных финансов	140
Носачев А.Н. Аутсорсинг в тяжелом машиностроении: мировой опыт и возможности для российских компаний	151
Жуйкова Д.С. Оценка стоимости нематериальных активов компании, приобретаемой для дальнейшей перепродажи	156
Запорожский А.И. Расширение возможностей использования модели Modified Cash Value Added (MCVA) для целей управления стоимостью компании	171
Куликов И.В. «Устойчивое развитие» бизнеса как условие роста стоимости компании	180
Козак А.Д. Совмещение стратегий инвестирования в готовую недвижимость и девелоперские проекты в компании с точки зрения управления ее стоимостью	189
Федоров Р.В. Исследование влияния приобретения корпоративного контроля на стоимость фирмы на российском рынке	200
Александров Ю.М. Идентификация стейкхолдеров для целей управления стоимостью компании	228
Родина Т.А. Современные мировые тенденции в развитии информационных технологий, их роль в развитии бизнеса компании	246
Рубашкин Г.В. О применении нейросетевого прогнозирования при определении рыночной стоимости компании (market value, MV) (тезисы статьи)	255

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО

Данный сборник — третий выпуск в серии «Корпоративные финансы: перспективы и реальность», которая была создана кафедрой экономики и финансов фирмы Государственного университета — Высшая школа экономики для подведения итогов ежегодной Межвузовской научной конференции молодых исследователей. Третья конференция прошла в мае 2006 г. в Государственном университете — Высшей школе экономики. Как и в предыдущих выпусках, мы последовательно реализуем задачу воспитания в стране нового поколения исследователей, понимающих принципы и методы современного финансового анализа, основанного на теории корпоративных финансов. Мы стремимся вовлечь в нашу работу молодых аспирантов и сотрудников, способных продвигать эту философию аналитики и развивать ее инструментарий. Ключевая цель нашего коллектива — создать в России *новую школу корпоративной финансовой аналитики*. Именно так мы строим свой учебный процесс и ради этого вовлекаем в орбиту исследований коллег из других институтов. После завершения конференции Ученый совет ГУ ВШЭ одобрил создание при нашей кафедре научно-учебной лаборатории корпоративных финансов, которая станет опорным центром для исследований в этой области на факультете экономики.

Управление стоимостью мы рассматриваем как новое направление финансовой аналитики, обеспечивающее межпредметную интеграцию корпоративных финансов со стратегическим менеджментом и корпоративным управлением. На этом стыке рождаются новое видение компании, теоретические модели и прикладные инструменты, формирующие у нас на глазах новое направление — *стратегические финансы фирмы*.

Заведующая кафедрой экономики и финансов фирмы
Государственного университета — Высшей школы экономики
профессор И.В. Ивашковская

И.В. Ивашковская,
к.э.н., профессор,
заведующая кафедрой
экономики
и финансов фирмы
Государственного
университета —
Высшей школы
экономики

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ КАК ИННОВАЦИЯ

Управление стоимостью компании (value based management, VBM) основано на смене *парадигмы анализа* компании, переходе к современным финансовым концепциям и принципу экономической прибыли. Такая смена парадигмы необходима российским компаниям, находящимся в начале процессов становления современных подходов к финансовым решениям и к построению систем корпоративного управления, формирующих механизмы влияния советов директоров на стратегические процессы в компании, включая ключевые принципы ее финансовой политики.

Управление стоимостью необходимо рассматривать как разностороннюю инновацию [1]. На концептуальном уровне VBM представляет собой систему новых принципов финансового анализа, нацеленную на выявление *изменений в инвестиционной стоимости компании независимо от формы ее собственности (открытая и закрытая) путем оценки созданной за год экономической прибыли*. В ней наиболее полно воплощаются принципы современного финансового анализа, вытекающие из теории корпоративных финансов. В соответствии с ними анализ должен строиться в ракурсе трех финансовых измерений компании, которые свойственны ей на протяжении ее жизненного цикла: ликвидности, инвестиционного риска и инвестиционной стоимости. Как *аналитическая инновация* концепция VBM означает последовательное введение новых критериев оценки результата любой компании, действующей в конкурентной среде, соединяя все три измерения. Для определения результата созданные прибыли, рассчитанные традиционными бухгалтерскими способами, оцениваются через призму инвестиционных рисков, в сопоставлении с требуемой за риск доходностью или затратами на капитал компании (cost of capital). Оценка этой специфической ставки доходности, выполняющей роль барьерной планки, предполагает, что в процедуры финансового анализа вводятся новые аналитические алгоритмы и, значит, необходимая для него информационная база расширяется.

Опираясь на три финансовых измерения компании — ликвидность, риск и стоимость, — концепция управления стоимостью предлагает но-

вые финансовые показатели для выражения результатов, привязанные к инвестиционной стоимости капитала. Одни показатели фиксируют экономическую прибыль в абсолютном выражении, например, экономическая добавленная стоимость — EVA [15], добавленная стоимость потока денежных средств — CVA [5], добавленная стоимость акционерного капитала — SVA [12], экономическая прибыль — RI [13]. Другие показатели имеют форму относительных, например, спрэд доходности (spread), внутренняя норма доходности компании — CFROI [10]. Таким образом, как система финансового анализа концепция управления стоимостью включает инновации на уровне принципов и инструментов оценки результативности компании.

Логическим развитием обозначенных выше особенностей финансовой аналитики компании, свойственных VBM, становится анализ роста. В ракурсе современного, более продвинутого финансового анализа формируется новое видение роста компании, которое можно охарактеризовать как *многомерный рост* [1, 2]. Первой ее характеристикой является поворот анализа роста из области простого измерения через рост объемов продаж и бухгалтерской прибыли в область новых координат: продажи — инвестиционная стоимость компании. Качество роста связывается с созданием стоимости компании. В соответствии с принципами концепции управления стоимостью рост, который означает комбинацию темпа выручки и темпа роста стоимости компании выше, чем в среднем (по заданной выборке), считается *эталонным типом роста*. Иными словами, качественный рост основан на создании положительной экономической прибыли. Компании, обладающие иными комбинациями параметров роста продаж и экономической прибыли, относятся к более низким категориям роста. Такова логическая картина качества роста с точки зрения современного финансового анализа *в статике*. Но если учесть качество роста *в динамике*, то неизбежно приходим к выводу о том, что с точки зрения финансового эффекта рост не может быть монотонным и линейным. Рассмотренный на протяжении достаточно длительного периода — 5 или более лет, — на конкретной выборке компаний-конкурентов, он будет скорее похож на движение зигзагами: практически все компании перемещаются из одного в другой тип роста. Возникает серия проблем для исследования доминирующих типов роста, факторов, определяющих конкретный тип, тенденций изменения качественных характеристик роста, вклада отраслевой специфики и специфики самой компании.

Изучение таких зигзагов проводится сегодня в мире аналитическими агентствами. В качестве примера можно привести результаты исследования американской консалтинговой компании A.T. Kearny, в котором специалисты наблюдали рост 20 тыс. компаний Европы, Америки и Азии на

протяжении 12 лет в координатах выручка — капитализация. Большинство самых сильных с точки зрения качества роста компаний предпочли «простой» рост продаж фокусированию на росте бухгалтерской прибыли [11]. Анализ роста компаний в России в подобном ракурсе еще впереди.

Вторая новая характеристика роста — противоречие краткосрочного и долгосрочного измерений роста. Современный финансовый аналитик должен видеть вклад самого роста в стоимость компании. Для этого ему надо использовать оценку *стоимости самого роста*, точнее, возможностей роста (*value of growth opportunities, VGO*), вычлняя *компонент роста* из стоимости компании. Взгляд с точки зрения измерения «вклада роста» позволяет судить о результативности роста и оценивать его финансовую эффективность. Изучение принципов и методов оценки краткосрочного и долгосрочного компонентов «стоимости роста» — актуальная проблематика для современной корпоративной финансовой аналитики. Очевидно, что решения этой задачи связаны с одновременным развитием методологии дисконтируемого потока денежных средств и методологии реальных опционов. Разработка приемов оценки «стоимости роста» приведет к расширению инструментария современного финансового анализа и позволит предложить компактные, емкие модели. Применение инструментария оценки горизонтов стоимости роста, в свою очередь, расширит диапазон эмпирических исследований растущих компаний.

Наконец, в рамках концепции управления стоимостью по-новому ставится и проблема *устойчивости роста*. Принципиальный ракурс этой проблемы — устойчивость роста инвестиционной стоимости компании. Помимо «зигзагов» движения компании в координатах «выручка — стоимость» необходимо учитывать новые условия устойчивости роста. Ответы на вопросы об условиях финансовой эффективности роста концепция управления стоимостью «видит» в качестве отношений с заинтересованными лицами (*stakeholders*) компании. Финансовая модель анализа компании предполагает, что для полноценной оценки ситуации необходимо учитывать *мотивы* участников. Традиционный подход вычлняет отношения «агент—принципал». В соответствии с принципами корпоративных финансов, конфликт интересов по этой оси приводит к утрате части инвестиционной стоимости компании. Значит, современный анализ компании должен вводить приемы и технологии, позволяющие учитывать подобные конфликты. Однако проблема устойчивости роста глубже и в условиях так называемой новой экономики приобретает новые грани. Концепция управления стоимостью многими авторами воспринимается как концепция, нацеленная на долгосрочные интересы собственников компании (*shareholder's value, SHV*). Однако нерешенным остается вопрос: не противоречит ли эта концепция позициям остальных *заинтересованных лиц* (*stakeholders*)?

Существующие неоднозначные мнения можно разделить, на наш взгляд, на следующие типы. Первый — радикальный негативный — отвергает возможность отсутствия конфликта между интересами владельцев компании и остальных заинтересованных групп при внедрении концепции VBM. В соответствии с ней управление стоимостью компании противоречит требованиям остальных заинтересованных групп. Между тем в современном обществе необходимо достигать максимизации благосостояния всех заинтересованных групп, а не одной группы — владельцев бизнеса [8].

Второй тип — радикальный позитивный — совпадает с аргументацией сторонников *контрактной теории фирмы* и применительно к рассматриваемому вопросу его можно обобщить в виде следующей цепочки рассуждений. Все участники бизнеса имеют с организацией соответствующие их интересам контракты, в которых установлены требования к организации и адекватные уровни допустимого для каждого типа участников риска. Поэтому они не претендуют на дополнительную компенсацию, их требования к компании по сравнению с ее собственниками имеют приоритетный характер. Учитывая остаточный характер требований самого собственника и более высокий риск, на который ему приходится идти по сравнению с остальными заинтересованными группами, необходимо признать за ним право на дополнительную компенсацию после удовлетворения требований остальных заинтересованных групп. Поэтому фокус на стоимости акционерного капитала оправдан.

Третий тип — компромиссный — предполагает конструктивную интеграцию подхода с позиций заинтересованных лиц в концепцию управления стоимостью компании, и в его рамках есть ряд направлений. Сторонники теории *корпоративной социальной ответственности* (corporate social responsibility, CSR) выдвигают и тестируют гипотезу, в соответствии с которой качество отношений с заинтересованными группами — существенный фактор для объяснения ее финансовых результатов. Эмпирические исследования этой гипотезы подтверждают наличие значимой корреляции между параметрами, измеряющими качество социальной ответственности, и доходностью капитала [6, 14, 17]. Поэтому удовлетворение их требований — это неотъемлемая компетентность управленческой команды, без которой финансовый успех компании невозможен. Аналогичные выводы получают и сторонники *ресурсной теории фирмы*. Главный вывод заключается в том, что качество отношений с заинтересованными сторонами прямо связано со способностью организации получить ценные ресурсы и рассматривается как индикатор этой способности [16].

Обобщая позитивные взгляды на соотношение интересов акционеров и остальных заинтересованных групп компании, следует отметить

появление нового направления, которое может стать инструментом достижения компромисса между сторонниками и противниками VBM. Ряд академических специалистов выступил с инициативой разработки и продвижения принципа своего рода *всеобъемлющей стоимости бизнеса* (total value creation) [Svendsen, Boutilier, Abbott, Wheeler, 2001] [15]. В рамках такого рода разработок обсуждается модель оценки вклада отношений компании с заинтересованными группами в создание стоимости бизнеса (business value of stakeholder's relationships), способы оценки, системы отражения этой информации в корпоративных отчетах.

Концепция управления стоимостью компании, как и положено инновации, создает стимулы к более глубокому осмыслению устоявшихся концепций, и прежде всего *оценки* величины используемого (инвестированного) капитала, расширению традиционных границ этого понятия, обычно замыкающихся на характеристиках финансового капитала (заемного и собственного), и включению в орбиту анализа других частей капитала — интеллектуального (человеческого, клиентского, организационного). Существующие стандарты отражения капитала, включая международный стандарт финансовой отчетности, создают для финансового и стратегического аналитика проблему *занижения стоимости активов, капитала и прибыли*, поскольку упускают интеллектуальную составляющую капитала. Несмотря на все подвижки в области развития этих стандартов, вопрос остается открытым. Не имея возможности в рамках данной статьи подробно рассмотреть этот аспект, отметим, что применительно к «невидимому капиталу» концепция управления стоимостью предлагает определенные решения, направленные на фокусирование анализа на *стратегическом подходе* к капиталу.

Одновременно с аналитическими инновациями концепция управления стоимостью компании интересна и с точки зрения новых подходов к решению прикладных задач финансового менеджмента. Поскольку в центре VBM проблема достижения *долгосрочного роста инвестиционной стоимости*, она предлагает новые подходы к планированию деятельности компании, к разработке корпоративной стратегии и политик, включая финансовую политику, охватывающую инвестиции, их финансирование и распределение созданного результата. На прикладном уровне реализация этой концепции сегодня наиболее интересна в двух аспектах. Первый — оценка эффективности корпоративных стратегий, стратегического планирования инвестиционной стоимости, что означает использование инвестиционной стоимости капитала в обосновании решений о перспективных направлениях развития компании. Перевод стратегического планирования на «язык стоимости» компаний не может быть реализован без активного участия советов директоров, чья первостепенная задача заключается в обеспечении стратегического видения у команды ис-

полнителей. Философия такого перевода — за советами директоров, они же должны предложить алгоритмы перевода. Технология перевода разрабатывается менеджментом, и она будет требовать выбора подходящих финансовых моделей анализа стратегии, ее прямых и косвенных последствий. Поэтому второй прикладной аспект — разработка системы индикаторов для советов директоров, позволяющих делать стратегические оценки степени продвижения всей компании к целевым показателям экономической прибыли и инвестиционной стоимости и оценки вклада отдельных подразделений компаний, а также персонального вклада менеджеров. Перевод системы мотивации и вознаграждения персонала на язык приращения стоимости компании обеспечивает увязку систем вознаграждения прежде всего управленческого персонала с выбранными показателями экономической прибыли, адекватными конкретному уровню управленческой иерархии. Приоритетная роль советов директоров здесь неоспорима, поскольку их комитетам предстоит предложить новую концепцию оценки результативности ключевых управляющих. Выполнение этой задачи — за комитетами советов директоров. Наконец, в перечень актуальных прикладных разработок в области управления стоимостью необходимо включить создание *стратегической отчетности о стоимости* [2].

Концепция управления стоимостью как аналитическая и управленческая инновация позволяет создать подход и алгоритмы обсуждения стратегических решений, которые приводят к повышению их качества. Это связано с несколькими обстоятельствами. Прежде всего, в отличие от других подходов, эта концепция предлагает систему показателей и моделей анализа, интегрирующих разные, часто конфликтующие аспекты деятельности компании в единую технологию решения возникающих проблем. В инвестиционной стоимости объединены и финансовые, и нефинансовые стороны деятельности компании. Наличие такого интегрального показателя упрощает процедуры подбора и оценки данных, поскольку многочисленные грани деятельности и соответственно информация о них теперь объединены в одном процессе анализа факторов, влияющих на инвестиционную стоимость компании. Поэтому использование данной концепции помогает правильно организовать и сфокусировать аналитические усилия. Балансирование противоречащих параметров, встроенное в само явление стоимости компании, дает возможность не только более отчетливо сформулировать критерии принятия ключевых решений, но и осуществить наблюдение за их обсуждением, а затем и реализацией.

Управление стоимостью создает возможности для балансирования интересов менеджмента и собственника, примирения конфликтующих интересов мажоритарных и миноритарных собственников и может быть с успехом использовано в оценке деятельности самих советов директоров.

Отсутствие стиля мышления, сфокусированного на экономической прибыли и инвестиционной стоимости компании, создает дополнительный разрыв с современным миром управления и инвестиций, порождает недоверие инвесторов. Недоверие — это спутник повышенных рисков для инвесторов, что влечет за собой более высокие барьерные, пороговые ставки доходности, а они, в свою очередь, — более высокие затраты компании на привлекаемый для роста и развития капитал. Более того, без соответствующих изменений в финансовом мышлении и стратегических подходах построение правильной, точнее, эффективной системы корпоративного управления и процедур работы советов директоров вряд ли возможно. Отсутствие соответствующего стиля мышления в условиях глобализации резко снижает конкурентоспособность российских компаний и является серьезным барьером, сдерживающим экономический рост в стране.

Литература

1. *Ивашковская И.В.* Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4.
2. *Ивашковская И.В.* Новые информационные системы // Управление компанией. Издательский дом «Рынок ценных бумаг». 2006. № 8.
3. *Arnold G.* Tracing the Development of Value Based Management / В кн.: Arnold G., Davies M. (eds.) Value Based Management. Context and Application. Wiley&Sons Ltd, 2000.
4. *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. N 5. P. 488—506.
5. Boston Consulting Group. Shareholder Value Metrics. Shareholder Value Management Series, Booklet. 1996. N 2.
6. *Collins J., Porras J.* Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies. London: Century: Random House, 1995.
7. *Cooper S.* Shareholder Wealth or Societal Welfare: A Stakeholder Perspective / Arnold G., Davies M. (eds.) Value Based Management. Context and Application. New York: Wiley&Sons Ltd, 2000.
8. *Copeland T., Koller T., Murrin J.* Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 2nd ed. New York: Wiley&Sons Ltd, 1995.
9. *Freeman R.E.* Strategic Management: A Stakeholder's Approach. Boston: Pittman, 1984.
10. *Madden B.J.* CFROI Valuation: A Total Systems Approach to Valuing the Firm. Butterford-Heinemann. Oxford, 1999.

11. *McGrath J., Kroeger F., Traem M., Rockenhaeuser J.* The Value Growers. Achieving Competitive Advantage through Long-Term Growth and Profits. McGraw-Hill, 2001.
12. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value. New York. Free Press, 1986.
13. *Reimann B.* Managing for Value. A Guide to Value Based Strategic Management. Basil Blackwell. Oxford, 1989.
14. *Roman R., Hayibor S., Agle B.* The Relationship between Social and Financial Performance // Business and Society. 1999. Vol. 38. N 1. P. 109—125.
15. *Stewart B.* The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. New York: Harper Collins, 1991.
16. *Svendsen A., Boutilier R., Abbott R., Wheeler D.* Measuring the Business Value of Stakeholder Relationships. Part 1. Toronto, 2001.
17. *Waddock S., Graves S.* The Corporate Social Performance — Financial Performance Link // Strategic Management Journal. 1997. N 19. P. 303—317.

© Ивашковская И.В., 2006

К68 **Корпоративные финансы: перспективы и реальность.** Управление стоимостью компании [Текст] : сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / под науч. ред. Т.В. Тепловой ; Гос. ун-т — Высшая школа экономики. — М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. — 256, [4] с. — 1000 экз. — ISBN 5-7598-0428-6 (в обл.).

В сборнике публикуются доклады Третьей ежегодной межвузовской конференции молодых ученых «Корпоративные финансы: перспективы и реальность», состоявшейся 17 мая 2006 г. Конференцию в течение трех лет организует и проводит кафедра экономики и финансов фирмы Государственного университета — Высшей школы экономики.

Представленные в сборнике доклады посвящены методологическим проблемам управления стоимостью компании. Основная тематика докладов: концепция управления стоимостью компании: модели, преимущества и проблемы внедрения на развивающихся рынках; использование экономической прибыли для оценки стоимости компании и анализа эффективности деятельности, специфика применения стоимостных методов в российских компаниях; методы исследования финансовых и нефинансовых факторов создания стоимости; системы показателей диагностики создания стоимости: особенности построения для различных отраслей, подразделений компаний; оценка фондовым рынком новаций в финансовом управлении.

Для студентов, аспирантов, преподавателей экономических вузов, специалистов-практиков по финансовому управлению.

УДК 658.14/.17(063)
ББК 65.290-9

Научное издание

Корпоративные финансы: перспективы и реальность
Управление стоимостью компании

Зав. редакцией *О.А. Шестопалова*

Редактор *И.В. Преловская*

Художественный редактор *А.М. Павлов*

Корректор *Т.Е. Антонова*

Компьютерная верстка и графика: *Н.Е. Пузанова*

Подписано в печать 23.11.2006. Формат 60×88¹/₁₆. Бумага офсетная

Гарнитура NewtonС. Печать офсетная. Усл. печ. л. 15,76

Уч.-изд. л. 13,52. Тираж 1000 экз. Заказ № . Изд. № 706

ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3
Тел./факс: (495) 772-95-71