

**Современные концепции управления стоимостью бизнеса**

*Волкова Ю.В., магистрант департамента  
«Корпоративные финансы и корпоративное управление»  
ФГБОУВО «Финансовый университет при Правительстве Российской  
Федерации (Финансовый университет)»  
e-mail: y.v.v94@mail.ru  
Россия, Москва*

**Аннотация**

В статье рассмотрены две концепции управления стоимостью компании – Value Based Management и Expectation Based Management. В концепции VBM основным положением является оценка принимаемых управленческих решений с точки зрения изменения стоимости компании. ЕВМ основывается на том, что стоимость компании зависит от того, насколько фактических эффективность и результативность компании оправдали ожидания инвесторов. В статье также описаны основные факторы и показатели стоимости обеих концепций.

**Ключевые слова:** стоимость компании, управление стоимостью компании, Value Based Management, Expectation Based Management, факторы стоимости, показатели стоимости

С развитием управленческой мысли руководство компаний отошло от разработки управленческих решений на основе анализа отдельных подразделений, процессов или операций. Появилась необходимость принимать во внимание все существующие факторы, как внешние, так и внутренние, для более эффективного управления бизнесом. Для того, чтобы проанализировать все эти условия функционирования компании и учесть возможные тенденции их изменений, были разработаны новые системы управления – ориентированная на стоимость (VBM) и ориентированная на ожидания (EBM). Обе системы управления говорят о принятии решений на основе оценки их влияния на стоимость компании.

Концепция управления стоимостью компании (Value-Based Management, VBM) – это система оценки результатов деятельности компании на основе стоимости и построение по этому интегрированному показателю рычагов управления. Основные принципы концепции VBM:

- принятые показатели, которые показывают увеличение уровня капитала для акционеров, должны быть связаны с принятием стратегических и оперативных решений, оценкой эффективности деятельности бизнеса и системой мотивации менеджмента.

- Система мотивации менеджмента должна учитывать ключевые стоимостные факторы, чтобы минимизировать проблему агента-принципала и способствовать росту стоимости компании.
- В управлении стоимостью компании должен использовать экономический подход, а не бухгалтерский, то есть оценка стоимости компании должна опираться на доходный подход с учетом альтернативных издержек.
- Управление стоимостью бизнеса должно быть понятным, согласованным и прозрачным.
- Анализ эффективности управления стоимостью компании должен учитывать как внутреннюю, так и внешнюю информацию.

Система VBM опирается на ряд финансовых показателей, которые позволяют оценить эффективность деятельности компании. В таблице 1 представлены их основные характеристики, а также преимущества и недостатки.

Таблица 1. Анализ финансовых показателей системы VBM

Показатель	Формула расчета	Преимущества	Недостатки
Экономическая добавленная стоимость (EVA)	Чистая операционная прибыль после уплаты налогов - (Инвестированный капитал × Средневзвешенная стоимость капитала)	- позволяет определить динамику изменения стоимости компании; учитывает средневзвешенную стоимость капитала.	- не отражает приведенную стоимость; - учитывает только прибыль и игнорирует денежные потоки
Рыночная добавленная стоимость (MVA)	Капитализация + Рыночная стоимость долга – Инвестированный капитал	В модели отражена дисконтированная стоимость всех текущих и будущих инвестиций, вкладываемых в компанию	- на рыночную стоимость влияют факторы, которые неподконтрольны менеджменту; - возможное разрушение стоимости в долгосрочной перспективе в связи с принятием краткосрочных решений
Денежная добавленная стоимость	Чистый денежный поток от операционной	- модель может применяться как для публичных, так и	- сложность расчетов;

Показатель	Формула расчета	Преимущества	Недостатки
стоимость (CVA)	деятельности, очищенный от налогов (Валовые инвестиции × Средневзвешенная стоимость капитала)	непубличных компаний; результаты не зависят от учетной политики и бухгалтерских стандартов	- необходимость использования специфических формулировок
Акционерная добавленная стоимость (SVA)	Расчетная стоимость акционерного капитала - Балансовая стоимость акционерного капитала	- показывает, на сколько выгодны инвестиции. - при расчете SVA учитывается стоимость, добавленная новыми инвестициями в году, когда они были совершены	Трудоемкость в расчетах

Одна из современных концепций управления стоимостью компании – менеджмент на основе ожиданий (Expectations Based Management, EBM). Концепция основана на том, что совокупная доходность акционеров в основном зависит от того, насколько фактические показатели деятельности компании отличаются от ожидаемых инвесторами. Согласно концепции EBM стоимость бизнеса определяется как разность между фактической и ожидаемой экономической прибылью (ER) или добавленной экономической стоимостью (EVA):

$$EV = EVA_f - EVA_e \quad (1)$$

Где EV – стоимость бизнеса;  
 $EVA_f$  – фактическое значение EVA;  
 $EVA_e$  – ожидаемое значение EVA.

Если EV больше нуля, то компания превзошла ожидания инвесторов и рыночная капитализация компании будет увеличиваться. Если EV меньше нуля, компания не оправдала ожиданий инвесторов и рыночная стоимость компании будет уменьшаться.

Рассмотрим факторы, влияющие на EV в концепции EBM. Для этого распишем формулу 1 в следующем виде:

$$EV = (ROI_f - WACC_f) \times (IC_f - IC_e) + (ROI_f - ROI_e) \times IC_e + (WACC_e - WACC_f) \times IC_e \quad (2)$$

где  $ROI_f$  и  $ROI_e$  - фактическая и ожидаемая рентабельность инвестированного капитала соответственно, %;

$WACC_f$  и  $WACC_e$  - фактическая и ожидаемая средневзвешенная стоимость (цена) капитала соответственно, %;

$IC_f$  и  $IC_e$  - фактический и ожидаемый инвестированный капитал соответственно, д. е.

В книге «Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании» Т. Коупленд и А. Долгофф описывают, что «стоимость компании растет или уменьшается в зависимости от превышения фактической рентабельности инвестированного капитала над ожидаемой». Если фактическая рентабельность инвестированного капитала будет превышать ожидаемую, то стоимость акций будет расти, даже если показатель  $ROI$  будет меньше  $WACC$ . Однако в подобной ситуации будут страдать интересы акционеров, следовательно, компании стоит выбрать выплату дивидендов, а не новые инвестиции. В то же время для того, чтобы получить наиболее корректную оценку стоимости компании при выборе стратегии развития, необходимо сравнивать не только фактическую и ожидаемую рентабельность капитала, но и фактическую и ожидаемую средневзвешенную стоимость капитала. Тогда модель принятия инвестиционных решений будет иметь следующий вид.

	$ROI_f > WACC_f$	$ROI_f < WACC_f$
$(ROI_f - ROI_e) > (WACC_f - WACC_e)$	1. $V_s \uparrow$ Осуществлять дополнительное финансирование	2. $V_s \uparrow$ Избыточное финансирование, выплатить дивиденды
$(ROI_f - ROI_e) < (WACC_f - WACC_e)$	3. $V_s \downarrow$ Недостаточное финансирование	4. $V_s \downarrow$ Выход из капитала компании (продажа подразделения)

Рисунок 1. Модель принятия инвестиционных решений на основе концепции ЕВМ

Если компания находится в 1 и 2 квадрате, значит её стоимость будет расти, поскольку фактическая эффективность деятельности компании выше ожидаемой  $[(ROI_f - ROI_e) > (WACC_f - WACC_e)]$ , однако квадрат 2 означает, что в дальнейшем стоимость компании будет разрушаться, так как  $ROI_f < WACC_f$ . Следовательно компании следует снизить объемы инвестиций, и выплатить дивиденды акционерам для повышения их благосостояния. Положение компании в квадрате 1 наиболее благополучно, так все показатели свидетельствуют о высокой результативности  $[(ROI_f - ROI_e) > (WACC_f - WACC_e)]$  и эффективности ( $ROI_f > WACC_f$ ), поэтому есть возможность осуществлять дополнительные инвестиции.

При попадании компании в квадрат 3 можно говорить о снижении стоимости компании в текущем периоде, так как фактические результаты деятельности ниже чем ожидаемые  $[(ROI_f - ROI_e) < (WACC_f - WACC_e)]$ . Однако, в данной ситуации менеджерам стоит продолжить инвестиции, так

как они будут более доходными для акционеров, чем выплата дивидендов, поскольку  $ROI_f > WACC_f$ .

Квадрат 4 означает самое неблагоприятное положение компании, так как она показывает низкие показатели результативности [ $(ROI_f - ROI_e) > (WACC_f - WACC_e)$ ] и эффективности ( $ROI_f < WACC_f$ ). В данной ситуации наилучшее решение - продажа неэффективного подразделения.

Таким образом, современные концепции управления эффективностью компании строятся на стоимостных основах. Концепция Value Based Management основывается на том, что стоимость компании является интегрированным показателем, на увеличение которого должны быть нацелены действия руководства. В рамках концепции разработаны показатели, которые позволяют оценить эффективность деятельности компании. Концепция Expectation Based Management основывается на том, что стоимость компании растет тогда, когда фактические результаты её деятельности превышают ожидаемые инвесторами. При этом сравниваются фактическая и ожидаемая рентабельность инвестированного капитала и средневзвешенная стоимость капитала.

#### Список литературы:

- 1) Аникина И. Д. Применение концепции Expectations-Based Management для принятия инвестиционных решений // Вестник ВолГУ. Серия 3: Экономика. Экология. 2010. №1.
- 2) Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. №4.
- 3) Коупленд, Т. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании / Т. Коупленд, А. Долгофф. - М. : Эксмо, 2009. - 384 с.