

# СОВРЕМЕННЫЕ КОНЦЕПЦИИ МЕНЕДЖМЕНТА, ОРИЕНТИРОВАННЫЕ НА ОЦЕНКУ БИЗНЕСА

## MODERN MANAGEMENT CONCEPTS FOCUSED ON THE ASSESSMENT OF BUSINESS

**А. Б. Ярошук,**

*доктор экономических наук, профессор, Государственный университет управления, Москва*

В статье рассматриваются современные способы анализа и ранжирования концепций менеджмента, ориентированных на оценку деятельности бизнеса, дается характеристика действующих моделей и подходов, направленных на повышение эффективности и качества оценки стоимости бизнеса

**Ключевые слова:** менеджмент, маркетинг, концепции, стоимость бизнеса, компания, капитал

**A. B. Yaroshchuk,**

*Doctor of Economic Sciences, Professor, State University of Management, Moscow*

The article discusses modern approaches to the evaluation of management concepts focused on business performance evaluation, presents the characteristic of the existing models and approaches aimed at improving efficiency and quality of business evaluation

**Keywords:** Management, marketing, concepts, business value, company, capital

Начало XXI в. характеризуется появлением в зарубежной и российской экономической и управленческой литературе ряда концепций менеджмента, ориентированных на оценку деятельности бизнеса (Business Performance Management, Corporate Performance Management, Enterprise Performance Management, Strategic Enterprise Management, Business Intelligence, *Value Based Management*).

Основная группа концепций представляет собой разные определения целостного процессно-ориентированного подхода к принятию управленческих решений, направленного на повышение способности предприятия оценивать свое состояние и управлять эффективностью своей деятельности на всех уровнях путем объединения владельцев, менеджеров, персонала и внешних контрагентов в рамках общей интегрированной среды управления. Важнейшими элементами этих концепций являются участники процесса управления, интерактивные бизнес-процессы управления, методы управления информационными системами и технологиями [5].

Управленческая концепция, ориентированная на стоимость (*Value Based Management*) трактуется, как правило, с учетом следующих факторов: с точки зрения акционеров (инвесторов) фирмы управление ею должно быть нацелено на обеспечение роста рыноч-

ной стоимости фирмы и ее акций, поскольку 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 [1].

Классическая теория финансов трактует, что для фирмы основной целью ее управления в конкурентной экономике должна быть максимизация ее денежных потоков, акционерной стоимости и рост курса ее акций. Важнейшим синтетическим показателем, наиболее эффективно создающим акционерную стоимость, служит рост доходов в виде положительной экономической прибыли (когда норма возврата капитала превышает стоимость его привлечения). Стоимость бизнеса формируется в рамках инвестиционной концепции чистой текущей стоимости (NPV), отражающей ожидаемую долгосрочную рентабельность фирмы [6].

Акционерную стоимость можно оценивать на двух уровнях:

- на корпоративном
- на уровне бизнес-сегмента.

На корпоративном уровне акционерная стоимость за отчетный период рассчитывается в форме тотального акционерного возврата, или прироста рыночной капитализации плюс выплаченные дивиденды. На уровне бизнес-сегмента акционерная стоимость определяется методом дисконтированных денежных потоков.

В настоящее время существуют разные подходы к тому, что следует понимать под стоимостью бизнеса (стоимостью компании). В российской оценочной практике большинство аналитиков под стоимостью бизнеса понимают стоимость собственного капитала компании (100% акций – для акционерного общества). Таким образом, бизнес рассматривается в основном с позиции *собственника*.

Другая точка зрения подразумевает под стоимостью бизнеса (стоимостью компании) в большинстве случаев стоимость всего инвестированного в фирму капитала. Менеджеры управляют этим капиталом в интересах инвесторов-акционеров и долгосрочных кредиторов. В этом случае бизнес (компания) рассматривается с позиции *менеджмента*. При этом отличие в расчете стоимости всего инвестированного капитала или собственного капитала заключается в использовании разных особенностей денежного потока для всех инвесторов или только собственников, а также в использовании разных ставок дисконтирования, отражающих риск всех инвесторов или риск только собственников компании.

Качество управления стоимостью компании в направлении ее роста осуществляется, когда менеджмент принимает эффективные решения, направленные на:

- управление активами для роста показателя рентабельности активов;
- осуществление добавочных (инкрементальных) инвестиций, если норма их возврата больше стоимости привлеченного для них капитала;
- дивести́рование активов, если они дают меньше отдачи, чем средневзвешенная стоимость их капитала
- возвращение акционерам дивидендных потоков, если нет сфер прибыльного приложения капитала.

По результатам анализа качества управления у менеджмента, ориентированного на повышение стоимости компании, появляется понимание, какие активы создают стоимость бизнеса, какие ее разрушают, какие стоимостные возможности и преимущества возникают.

Современная литература по управлению и оценке стоимости бизнеса все более отражает тот факт,

что нет универсального измерителя или оценочной техники для конкретного анализа инвестиционных возможностей и стоимостных преимуществ. В зависимости от природы конкурентных преимуществ, профиля риска, наличия информации могут применяться разные методы оценки акционерной стоимости, включая такие, как методики экономической прибыли, реальных опционов, жизненной стоимости потребителя.

*Управление стоимостью* – это приведение в действие портфеля драйверов (drivers) стоимости, которые максимизируют создание стоимости, и минимизируют разрушение стоимости.

В этой связи фирме, во-первых, следует добиваться стабильного роста доходов и создания экономической прибыли. Сочетание этих двух ключевых показателей долгосрочной деятельности неизбежно ускоряет и увеличивает рост акционерной стоимости.

Во-вторых, фирма должна преимущественно развивать свои нематериальные активы, типа бренд-капитала, ноу-хау, технологии, НИОКР, взаимосвязи с потребителями, партнерские отношения в каналах распределения, управление интеллектуальным бизнесом.

Будущий коммерческий успех предприятия не может быть связан только с инвестициями в материальные активы, напротив, особое внимание следует уделять их креативному сочетанию с нематериальными активами. Это будет способствовать тому, что такие показатели производительности труда, как отношение продаж к фонду заработной платы и другие будут гарантированно и устойчиво расти через сдвиги в бизнес-моделях.

Необходимо также определить существующие подходы к особенности оценки для стоимостного менеджмента.

*Затратный подход* к оценке маркетинговых нематериальных активов предполагает следующие этапы:

1. Установить в ходе маркетингового аудита наличие маркетинговых активов 3–5 декомпозиционных уровней;
2. Рассчитать первоначальные маркетинговые затраты на их создание или приобретение.
3. Определить по коэффициенту их физического или морального старения по составленной стандартной отраслевой таблице маркетинговых активов оценку трех видов износа:
  - а) физического (мало значимого для этого рода активов);
  - б) функционального с позиции морального конкурентного устаревания, например, баз данных клиентов;

- в) экономического или внешнего с точки зрения внешней операционной среды предприятия.

Функциональный и экономический износ характерны для результатов рыночных исследований в форме результатов интеллектуальной деятельности типа баз данных клиентов: брендинга или ребрендинга, клиентских и партнерских отношений. Степень износа учитывается, как правило, эмпирически экспертно с учетом отраслевых пороговых критериев или коэффициентов морально-технического устаревания таких активов [4]. Для учета износа производятся очищения первоначальной стоимости активов от всех его видов путем умножения на понижающий отраслевой коэффициент устаревания конкретного актива.

4. Определить рыночную стоимость активов после вычета всех видов износа через умножение на коэффициенты износа и учета всех поправок.

Оценка маркетингового вклада в стоимость бизнеса в процессе эффективных маркетинговых инвестиций решается в *доходном подходе* к оценке бизнеса. Для этой цели применяются традиционные и новые методы и методики стоимостной оценки.

К *традиционным* оценочным методам отнесем:

- метод капитализации избыточных – в результате эффективных маркетинговых инвестиций – доходов для оценки стоимости общего маркетингового вклада, а также вклада отдельных маркетинговых активов;
- метод дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости общего маркетингового вклада, а также вклада отдельных маркетинговых активов;
- методика чистой текущей дисконтированной стоимости NPV для оценки стоимости портфеля инвестиционных проектов в области маркетинга.

*Сравнительный подход* к оценке стоимости брендированных товаров по сравнению с небрендированными товарами с использованием мультипликаторов предлагает применять Дамодаран (США) [4].

К *новым* методам и методикам стоимостной оценки маркетингового вклада можно отнести:

- Методику будущей стоимости фирмы Accenture.
- Модель стоимостного управления VBM Бостон Консалтинг Груп (БКГ).
- Методику оценки внутренней стоимости (intrinsic value) PA Consulting.
- Методику маркетинговой экономической добавленной стоимости MEVA.

- Методику расчета потребительского капитала (customer equity) R. Shrivastava, D. Reibstein (Wharton Business School).
- Методику расчета жизненной стоимости потребителя Дж. Ленскольда.
- Методику П. Дойля.
- Метод реальных опционов и т.п.

Специалисты считают, что в постиндустриальной экономике знаний, а также pull-экономике, в бизнес моделях стоимостного магазина и стоимостной сети *будущую стоимость фирмы* создают преимущественно ресурсы нематериальных активов и интеллектуального капитала, в том числе собственные процессы, капитал брендов, партнерские отношения и знания. Управление активами таких компаний должно, согласно принципу Парето, сосредоточиться на управлении ресурсами интеллектуального капитала и управлении будущей стоимостью, а не текущей. Текущая стоимость может быть достигнута посредством традиционного сокращения операционных издержек. Вместе с тем это может навредить инвестициям в маркетинг и долгосрочным инновациям с уменьшением остаточной стоимости компании в будущем.

Развитие постиндустриальных форм предприятия, основанных на новых ресурсах, создает новые стратегические бизнес модели управления, ориентированного на стоимость.

Консультационная фирма Аксенчер выделяет 3 таких модели:

- *стоимостная цепочка*, ориентированная на производство продукции;
- *стоимостной магазин*, ориентированный на решение проблем потребителя;
- *стоимостная сеть*, ориентированная на обслуживание отношений и обменов с потребителями.

В целом логика стоимостного управления отражает сдвиг от физических и материальных активов к нематериальным, в том числе организационным и человеческим активам в увеличении конкурентных преимуществ и стоимости бизнеса, что с неизбежностью увеличивает ожидаемую будущую стоимость как компонент стоимости бизнеса.

Учитывая микроэкономические постиндустриальные сдвиги, фирма Аксенчер предлагает *новую методологию управления стоимостью*. Аксенчер предлагает активно использовать здесь такие КПД, как общая рентабельность для акционеров, (совокупная) экономическая прибыль, текущая стоимость и будущая стоимость.

Так, предлагается разбить *стоимость предприятия* (Enterprise Value) на *текущую стоимость*

(Current Value) и *будущую стоимость* (Future Value). Стоимость предприятия равна рыночной стоимости долга и собственного капитала фирмы ( $\Delta Eq$ ), или ( $Eq_1 - Eq_0$ ) минус избыток денежных средств. Долг (Debt) включает в себя сумму всех процентных долговых обязательств, в том числе *забалансовые* инструменты типа операционных лизингов.

Чистый долг получается после вычета из долга избытка денежных средств и торгуемых ценных бумаг. Избыток денежных средств определяется по данным баланса на последнюю дату за вычетом нормативных операционных денежных средств (обычно предполагается до 2 % от выручки от реализации). *Экономическая прибыль* (EсProfit) есть разница между чистой операционной прибылью после налогообложения (NOPLAT) и затратами инвестированного капитала. *Текущая стоимость* определяется суммой частного от деления экономической прибыли на средневзвешенную стоимость капитала (WACC) и совокупным (инвестированным) капиталом (IC) и представляет текущую стоимость существующей операционной деятельности в бессрочный период. *Будущая стоимость* определяется разностью стоимости предприятия минус текущая стоимость и представляет будущую инкрементальную стоимость, которую рынок ожидает, что фирма способна в будущем создать вне рамок текущей стоимости [8].

*Модель стоимостного управления VBM* (Бостон Консалтинг Групп) (БКГ) предусматривает, что рост акционерной стоимости бизнеса выражается в динамике интегрированного показателя **TSR**, как ориентированной на инвесторов модели совокупной рентабельности акционеров. БКГ предлагает анализировать факторы показателя **TSR** (%):

**1. Прирост стоимости собственного капитала бизнеса** ( $Eq_1 - Eq_0$ ):  $Eq_0$  отражает изменение (%) фундаментальной стоимости и премию ожиданий инвесторов.

В рыночном мире возможностей и угроз **TSR** выражает динамику цены акции благодаря фундаментальным ценностям и отношениям уверенности инвесторов. В краткосрочном периоде может иметь место разница между рыночной стоимостью фирмы и ее фундаментальной стоимостью. Премия ожиданий инвесторов отражает эту разницу и может быть положительной, нулевой или отрицательной в зависимости от представленной инвесторам информации о планах фирмы, включая маркетинговые стратегии и потенциал роста. В долгосрочном периоде эффективность финансовых рынков, как правило, сводит ожидания к нулю. При этом, сильные маркетинговые активы могут поддерживать большие ожидания длительное время.

**1.1. Фундаментальная стоимость** определяется методом оценки дисконтированных денежных потоков с учетом изменения  $EBITDA - g_{EBITDA}$ , рентабельности маржи к выручке ( $p_m'$ ), долгосрочным ростом выручки ( $g$ ). Показателем рентабельности инвестиций в фундаментальную стоимость служит показатель **БКГ** – совокупная бизнес рентабельность (**TBR**), также как **TSR** – для владельцев акционерного капитала. **TBR** рассчитывается как изменение фундаментальной стоимости плюс прирост свободного денежного потока за период. Выделим здесь особо роль маркетинга в отношении роста выручки. Кроме того,  $EBITDA$  остается важным показателем потенциала роста доходности фирмы. Фундаментальная стоимость рассчитывается техниками метода дисконтированных денежных потоков. Если у аналитиков **БКГ** нет доступа к внутренней информации фирмы, то фундаментальная стоимость считается как сумма «вечной» дисконтированной стоимости текущих операционных доходов и сумма текущей стоимости будущих дополнительных денежных потоков от исторического роста и рентабельности активов

**1.2. Премия ожидания инвесторов** отражает мультипликаторы оценки (обычно мультипликатор рыночной стоимости предприятия к  $EBITDA$ ). При расчете мультипликатора учитывают рост активов, маржу денежного потока, эффективность затрат, например по обороту запасов, рычаги финансирования, выплаты дивидендов, среднеотраслевые показатели. Важно избавляться от нефункционирующих активов. Увеличить маржу денежного потока можно с помощью маркетинговых ценовых стратегий, изолированной сегментации потребителей и маркетинговых инноваций, так как снижение затрат всегда имеет лимиты.

**2. Дивидендная доходность инвесторов к капитализации** ( $p_{divi}$ ), которая распределяется среди инвесторов через изменение курса акции ( $\Delta_s$ ), обратный выкуп акций и погашение (чистое изменение) долга ( $\Delta_d$ ) определяют *доходность свободного денежного потока* ( $p_{fcf}'$ ).

А. Раппопорт, в свою очередь, считает, что **стоимостное управление должно учитывать следующие факторы:**

- Бизнес стратегическое планирование.
- Измерение деятельности.
- Компенсация управляющим.
- Организационные изменения [7].

Стоимостное управление основано на естественном процессе / законе создания стоимости путем портфеля инвестиций и дезинвестиции. Необходимо определить какие СБЕ создают, а какие – разрушают стоимость компании.

Фирма *PA Consulting* разработала свою методологию стоимостного управления. *Стоимостная база* основана на экономической прибыли и дисконтированных денежных потоках. Далее *PA Consulting* выделяет 3 основных драйвера акционерной стоимости:

1. Увеличение *рентабельности* (в первую очередь за счет эффективного маркетинг менеджмента) посредством ценовых премий, поддержанных дифференцированным предложением и фокусом отношений на лучших потребителей.
2. Ускоренный *рост* посредством сильных брендов и коммуникаций, новых продуктов. Ускорение времени оборачиваемости – является важным конкурентным фактором стоимостного управления.
3. Улучшенная *операционная эффективность* посредством преимущества в затратах.

Таким образом, на основе проведенного анализа, следует отметить, что ценность фирмы связана со стратегическим маркетинг менеджментом, а ее стоимость – со стратегической финансовой целью и оценкой бизнеса. Взаимовыгодный обмен ценностями между предприятием и потребителем отражает создание ценностей потребителя и фирмы в таких взаимоотношениях.

### Литература

1. *Валдайцев С. В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. Учебное пособие Москва Юнити-Дана 2001, с. 37.
2. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. 2е изд. Альпина Бизнес Букс. Москва 2004, С. 739–741.
3. *Козырев А. Н., Макаров В. Л.* Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. М., 2003.
4. *Кузнецов С. Ю.* Антикризисное управление. Курс лекций: учеб.-метод. Пособие. М.: Финансы и статистика, 2010.
5. *Кузнецов С. Ю.* Некоторые особенности теории и практики управления, ориентированного на стоимость компании. Сборник научных трудов ФА. Выпуск № 6. «Оценочная деятельность в России». М.: Финансовая академия, 2005.
6. According to both long-standing financial theory (Baumol, 1959) and marketing theory (Felton, 1959), management's goal should be to maximize the value of the firm and, implicitly, stock price. Lumby and Jones 2001, pp. 4 ff
7. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value. 1986
8. *Ballow J.* A New Paradigm for Managing Shareholder Value. Research Report. Accenture Institute for High Performance Business. July 2004, p. 4.

### References

1. *Valdaitsev S. V.* 2001. Otsenka biznesa i upravleniye stoimostyu predpriyatiya. Moscow: Yuniti-Dana, p. 37.
2. *Damodaran A.* 2004. Investitsionnaya otsenka. Moscow: Alpina-Bizenes, p.739–741.
3. *Kozyrev A.N.* 2003. Otsenka stoimosti nematerialnykh aktivov intellektualnoi sobstvennosti. Moscow.
4. *Kuznetsov S.Y.* 2010. Antikrisisnoye upravleniye. Moscow: Financy i Statistika.
5. *Kuznetsov S.Y.* 2005. Nekotorye osobennosti teorii i praktiki upravleniya, orientirovannogo na stoimost kompanii. Moscow: Finasovaya Academia.
6. According to both long-standing financial theory (Baumol, 1959) and marketing theory (Felton, 1959), management's goal should be to maximize the value of the firm and, implicitly, stock price. Lumby and Jones 2001, pp. 4 ff
7. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value. 1986
8. *Ballow J.* A New Paradigm for Managing Shareholder Value. Research Report. Accenture Institute for High Performance Business. July 2004, p. 4.