

# УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

*ЕВСЕЕВА МАРИНА ВИКТОРОВНА  
КАФЕДРА КОРПОРАТИВНОЙ ЭКОНОМИКИ И УПРАВЛЕНИЯ  
БИЗНЕСОМ*

# ОСНОВОПОЛОЖНИКИ

- Мактаггарт Д. «Императив стоимости»
- Стюарт Б. «В поисках стоимости»
- Раппапорт А. «Создание стоимости для акционеров»
- Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. «Стоимость компаний: оценка и управление»
- Уолш К. «Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании»
- Скотт М. «Факторы стоимости»

## ***В РОССИИ:***

- Егерев И.А. «Стоимость бизнеса: Искусство управления»
- Ивашковская И. «Моделирование стоимости компании»
- Когденко В. «Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент»

# Модели управления:

## **Балансовые (бухгалтерские):**

Ориентация на максимизацию **прибыли** (часто в ущерб нефинансовым результатам)

*Рост прибыли не всегда способен обеспечить компании конкурентные преимущества*

Основаны на прошлой деятельности

*Результаты уже получены, можно (и нужно) сделать выводы, но нужен ориентир, отражающий будущее состояние компании*

Не отвечают на вопросы: как долго компания будет сохранять свои конкурентные позиции? Насколько инвестиционно привлекательна она будет в будущем?

# Модели управления:

***Экономические (стоимостные,  
рыночные)***

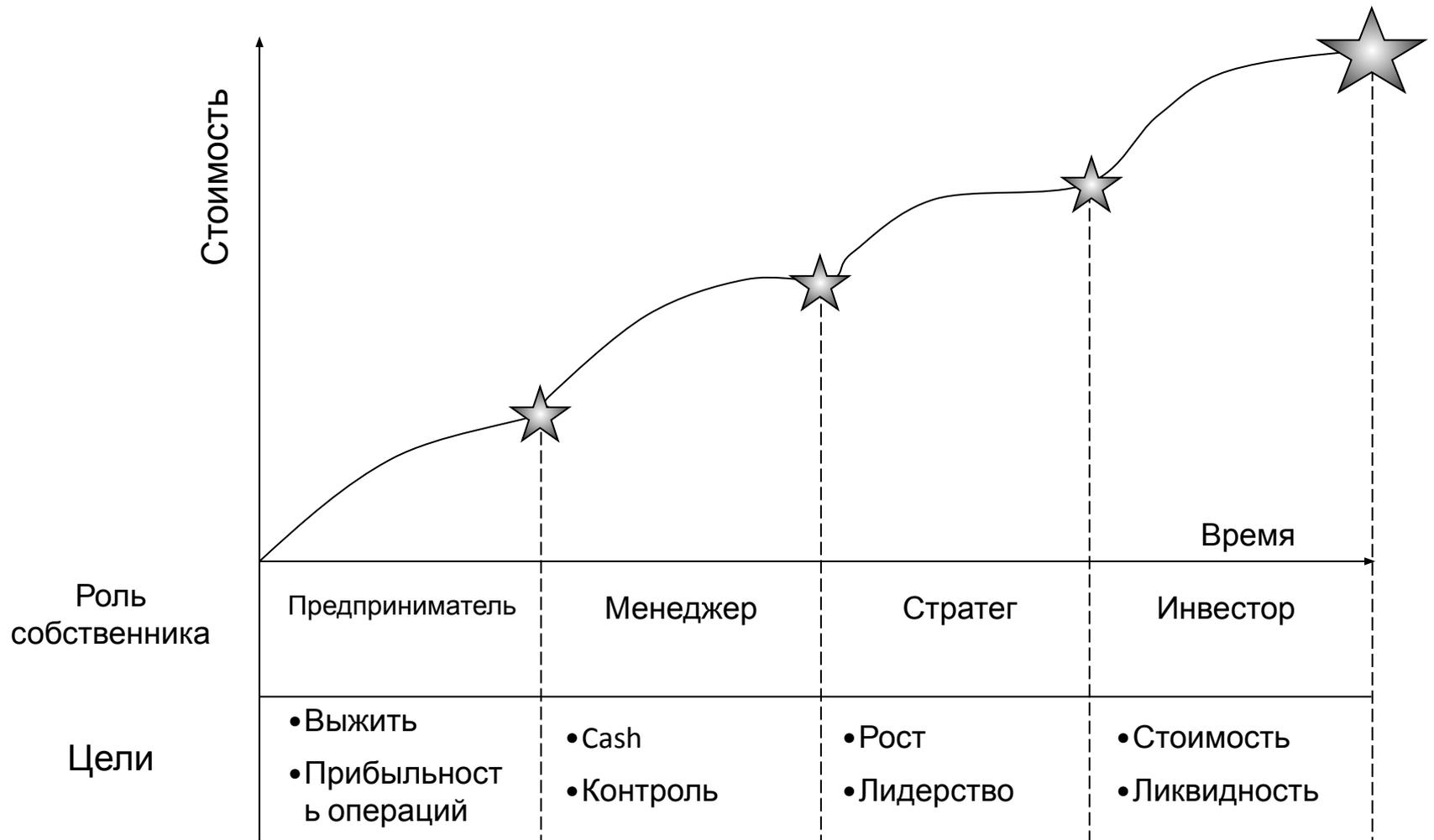
Ориентация на максимизацию ***стоимости***  
компании

Основан на прогнозных результатах  
деятельности компании

*Как повлияет то или иное управленческое решение на  
стоимость компании*

Учет нефинансовых факторов

# В процессе развития бизнеса цели собственника претерпевают существенные изменения



# СТОИМОСТЬ

Две ключевые цели собственника:

1. Увеличение стоимости актива (бизнеса)
2. Объем возвращаемых средств

*Возвратом вложенных средств является **свободный денежный поток** – денежные средства, которые могут быть изъяты из компании без ущерба для её дальнейшей деятельности*

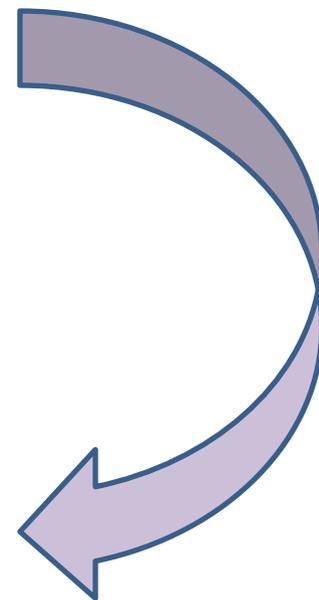
$$V = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{CF_i}{(1 + r^*)^i} ,$$

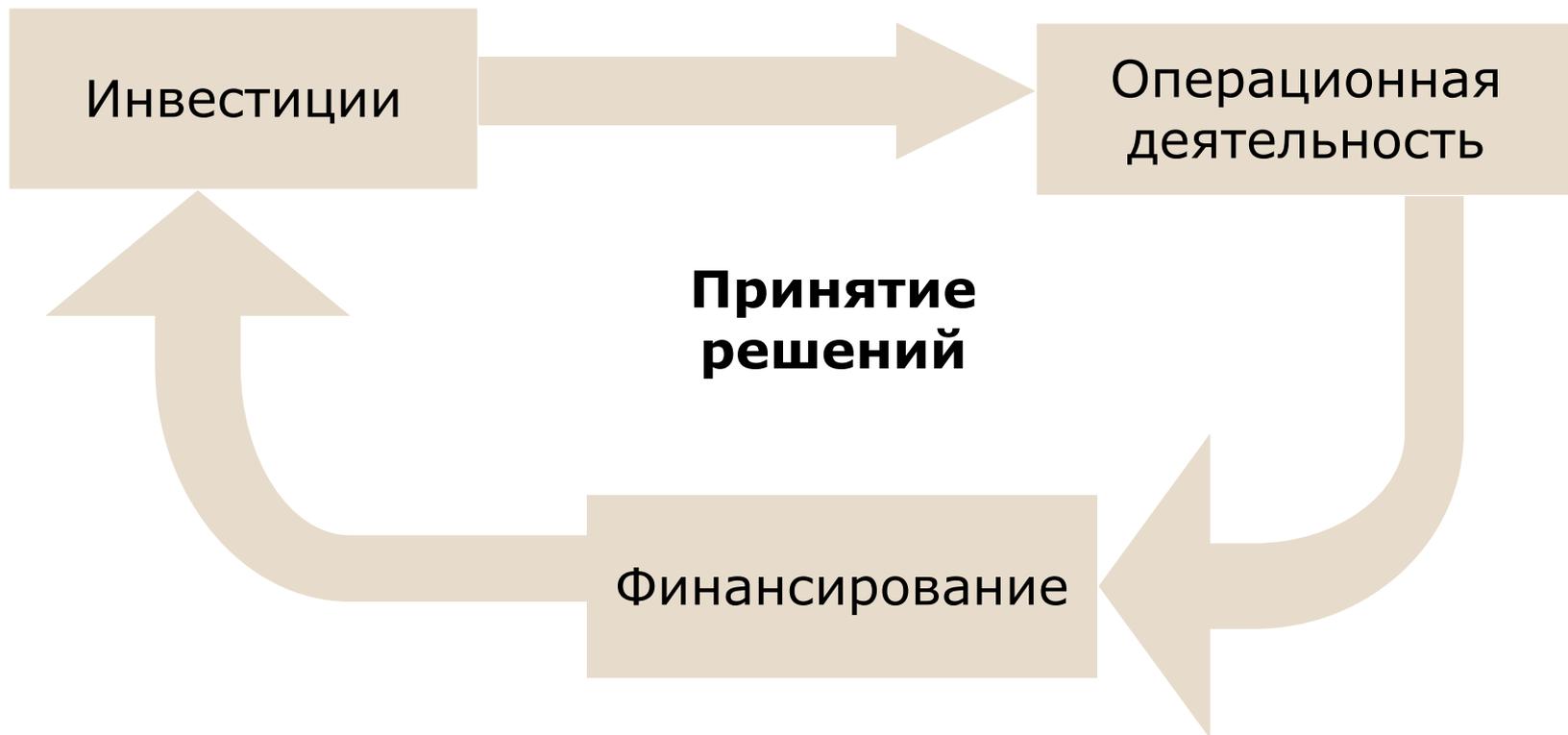
где  $CF_i$  – будущие свободные денежные потоки компании,  
 $r^*$  - ставка дисконтирования (например, WACC)

- **Ключевым источником** стоимости является денежный поток, который компания способна генерировать

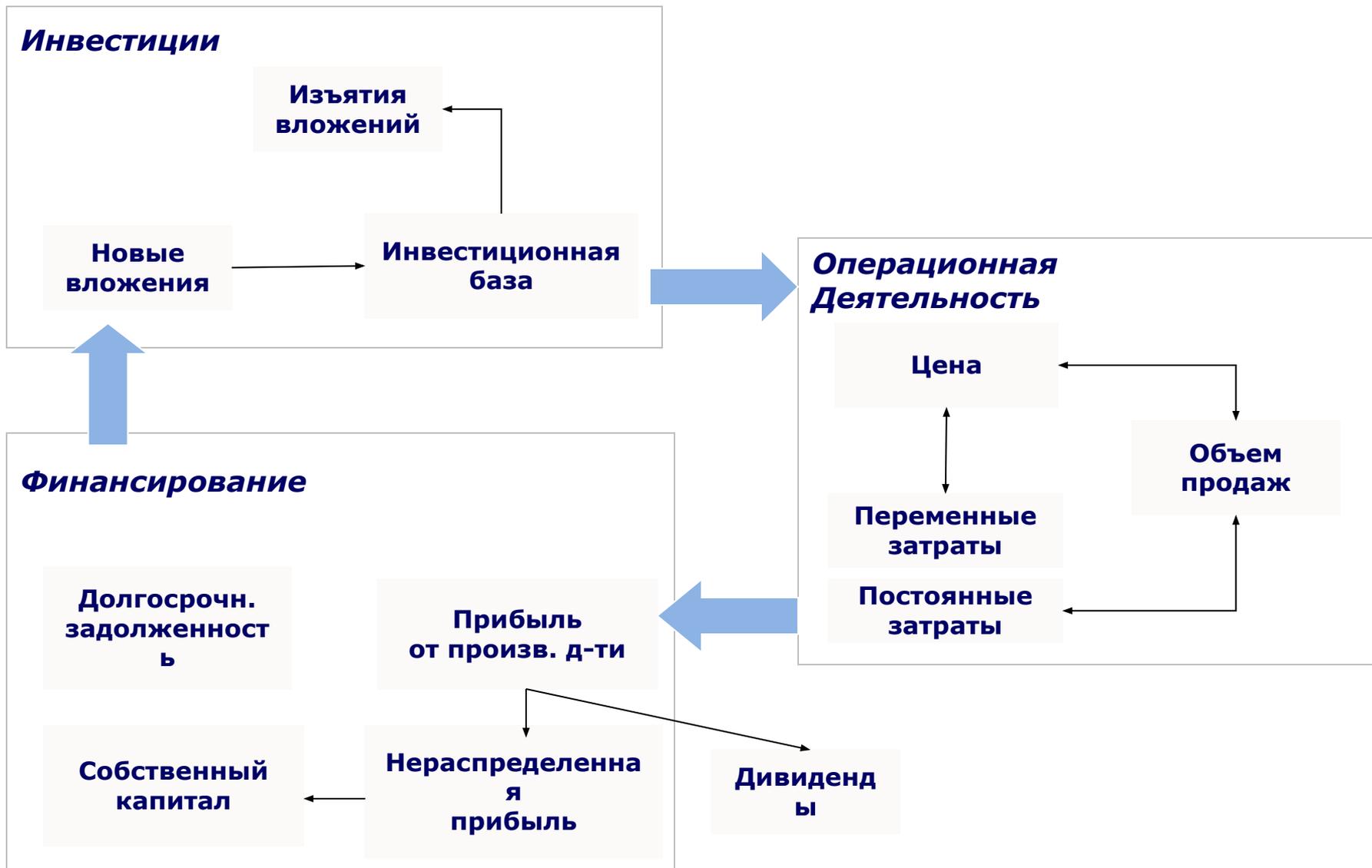
- **Ключевым фактором** создания стоимости является стоимость использования инвестированного капитала

*Стоимостью компании можно целенаправленно управлять, воздействуя на факторы создающие и разрушающие ее*



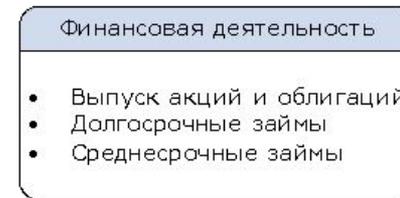
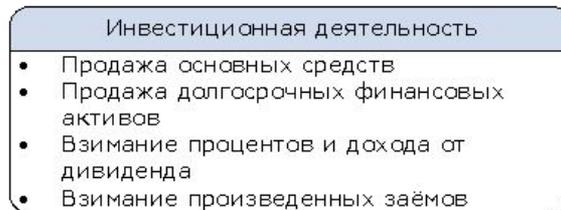
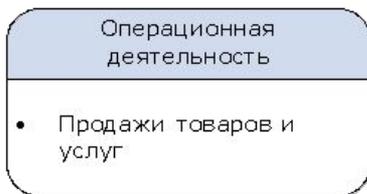


Любой бизнес можно представить как взаимосвязанную систему движений финансовых ресурсов, вызванных управленческими решениями

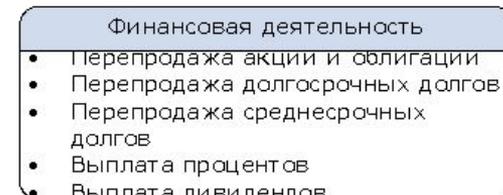
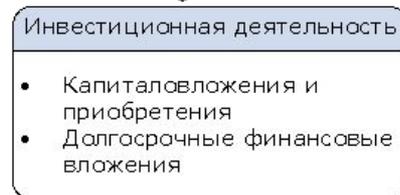
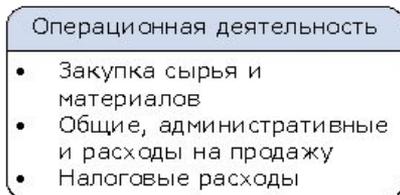


# Схема движения денежных средств

Источники притока  
денежных средств



Источники оттока  
денежных средств



Чистые притоки-оттоки от операционной деятельности

Чистые притоки-оттоки от инвестиционной деятельности

Чистые притоки-оттоки от финансовой деятельности

# Value based management

Ценностно-ориентированный менеджмент – это наука и область практической деятельности, связанные с разработкой и реализацией решений, направленных на *эффективное с точки зрения создания стоимости управление* рыночной, операционной, финансовой и инвестиционной деятельностью организации.

Ценностно-ориентированный менеджмент предполагает переориентацию системы планирования и оценки деятельности организации на критерии создания стоимости.

# Стоимостные показатели

Необходимо формирование системы показателей, с помощью которых формализуются цели управления, и контролируется их достижение.

Комплексная система стоимостных показателей включает четыре группы показателей:

- 1) показатели рыночной стоимости и ее динамики;
- 2) первичные факторы и индикаторы создания стоимости (*рентабельность капитала, средневзвешенная стоимость капитала, индикаторы – экономическая прибыль, экономическая добавленная стоимость, общая доходность и проч.*);
- 3) финансовые и нефинансовые факторы создания стоимости.

*финансовые факторы стоимости отражают эффективность организации в ретроспективе, нефинансовые – позволяют прогнозировать изменение стоимости в будущем*

# Первичные факторы

- 1) Рентабельность инвестированного капитала (ROIC)

$$ROIC = EBIT (1 - T) / (BD + BE)$$

*- отражает эффективность операционной, финансовой и инвестиционной деятельности*

- 2) Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)

*- отражает эффективность финансовой деятельности*

- 3) Посленалоговая операционная прибыль

$$NOPAT = EBIT (1 - Tax)$$

*- отражает эффективность операционной деятельности*

- 4) Темп роста инвестированного капитала

*- отражает инновационную, инвестиционную и финансовую активность компании*

# Индикаторы создания СТОИМОСТИ

## 1) Экономическая добавленная стоимость

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC;$$

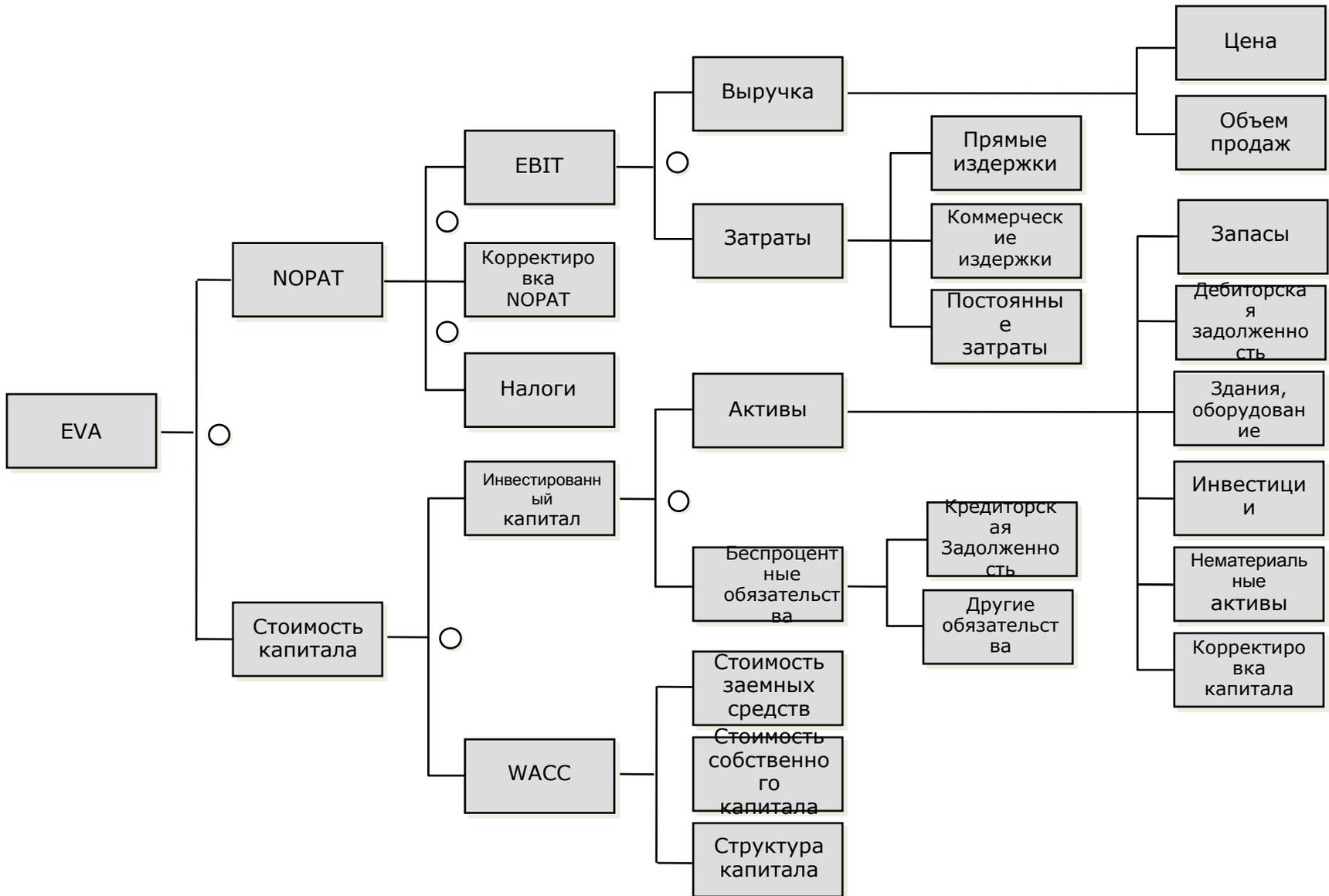
$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC$$

*NOPAT – Net operating profit after taxes, посленалоговая операционная прибыль*

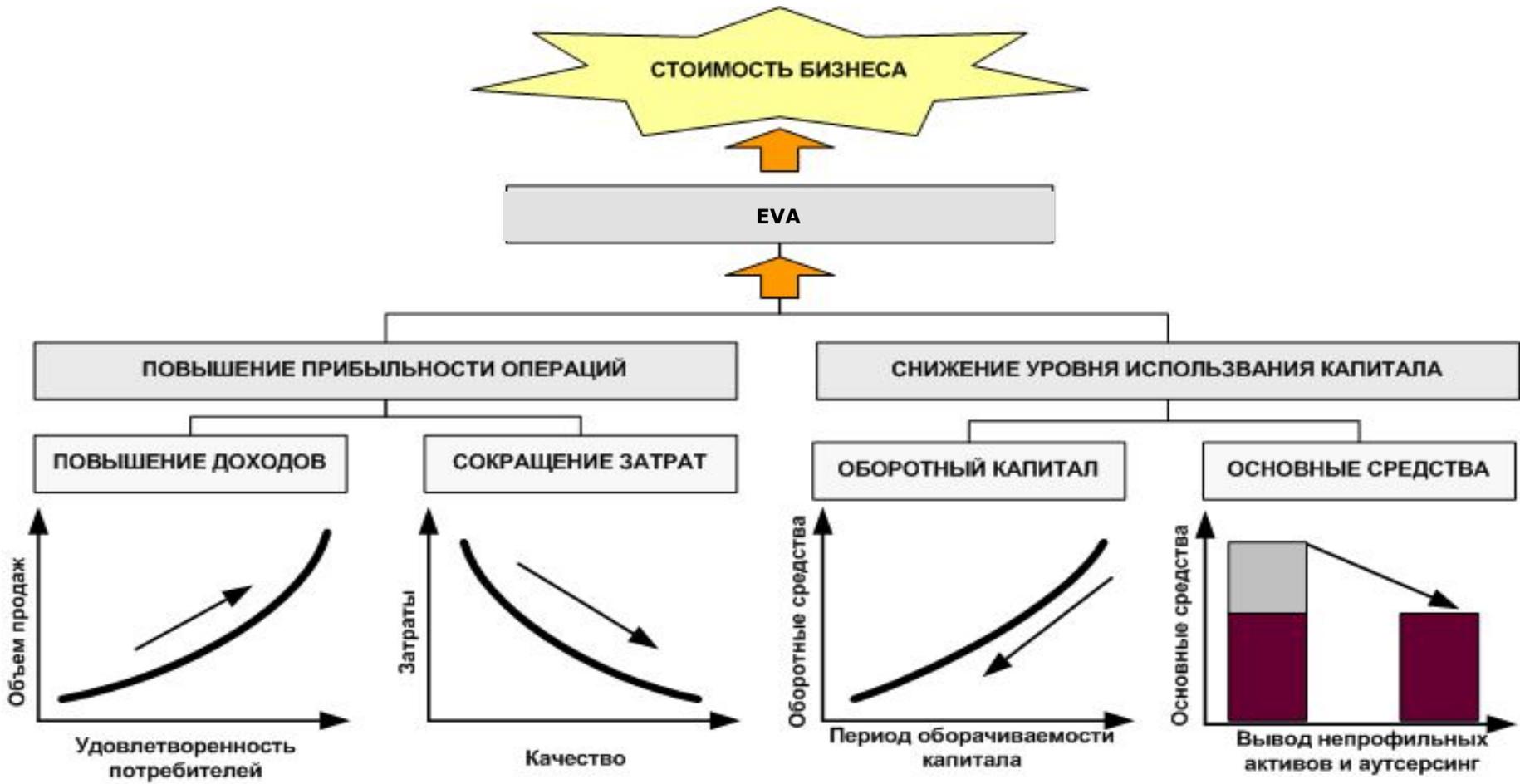
Положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении.

Увеличивая значение *EVA*, путем воздействия на факторы, участвующие в модели, менеджер увеличивает стоимость компании.

# EVA



# Управление стоимостью на основе EVA



# Индикаторы создания СТОИМОСТИ

2) Рыночная добавленная стоимость

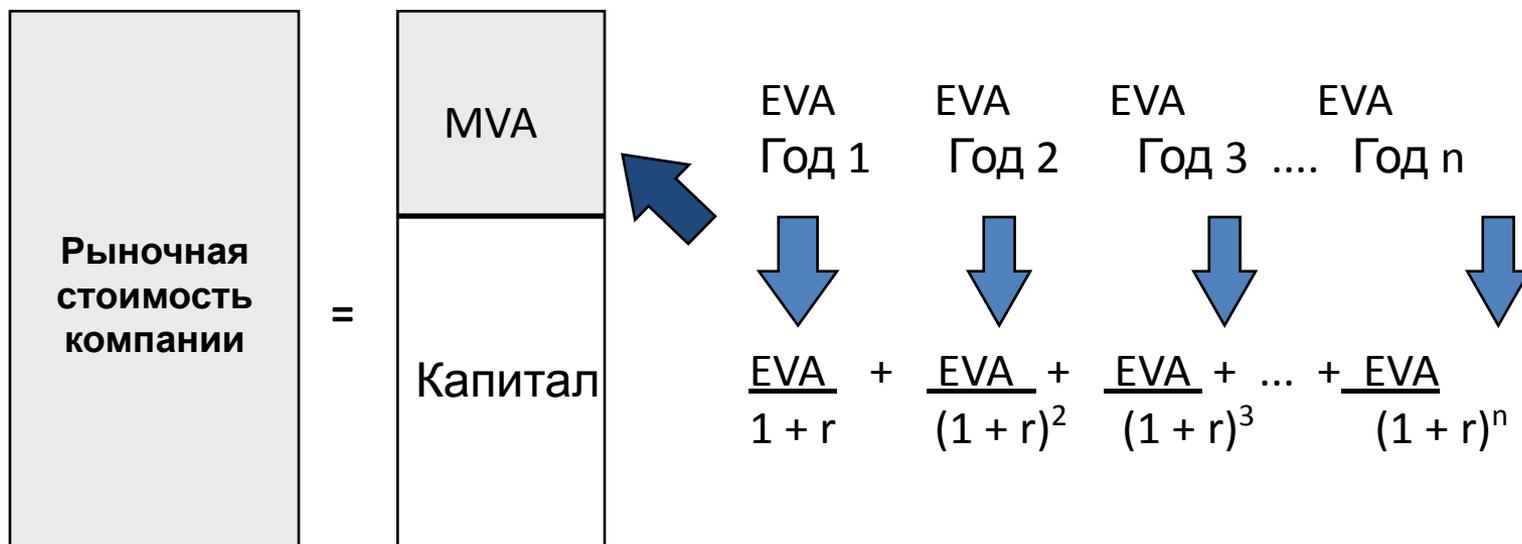
$MVA = \text{Рыночная капитализация} +$   
 $\text{Рыночная стоимость долга} -$   
 $\text{Совокупный инвестированный капитал}$   
*(балансовая стоимость)*

*MVA положительна: бизнес,  
наращивающий стоимость*

# Взаимосвязь EVA и MVA

**MVA (Market Value Added) – рыночная добавленная стоимость**

**EVA (Economic Value Added) – экономическая добавленная стоимость (экономическая прибыль)**



# Индикаторы создания СТОИМОСТИ

3) *Денежная рентабельность  
инвестированного капитала, Cash Flow  
Return on Investment (CFROI):*

CFROI = Скорректированные денежные  
притоки (cash in) в текущих ценах /  
скорректированные денежные оттоки  
(cash out) в текущих ценах.

> 1 – стоимость создается

# Индикаторы создания СТОИМОСТИ

4) Экономическая прибыль

$$EP = IC \times (ROIC - WACC)$$

EP положительна – бизнес создает  
СТОИМОСТЬ

5) *Акционерная добавленная стоимость*

SVA – разница между расчетной  
стоимостью акционерного капитала  
(например, методом DCF) и балансовой  
стоимостью акционерного капитала.

# Факторы второго уровня – финансовые и нефинансовые

## **Операционная деятельность:**

Выручка, производительность, ресурсоемкость продукции, удовлетворенность персонала, периоды оборота внеоборотных активов и оборотного капитала, состояние

основных фондов

## **Финансовая деятельность:**

ликвидность, процентная ставка, финансовый рычаг, налоговая ставка, доля капитализируемой прибыли, стоимость отдельных источников капитала

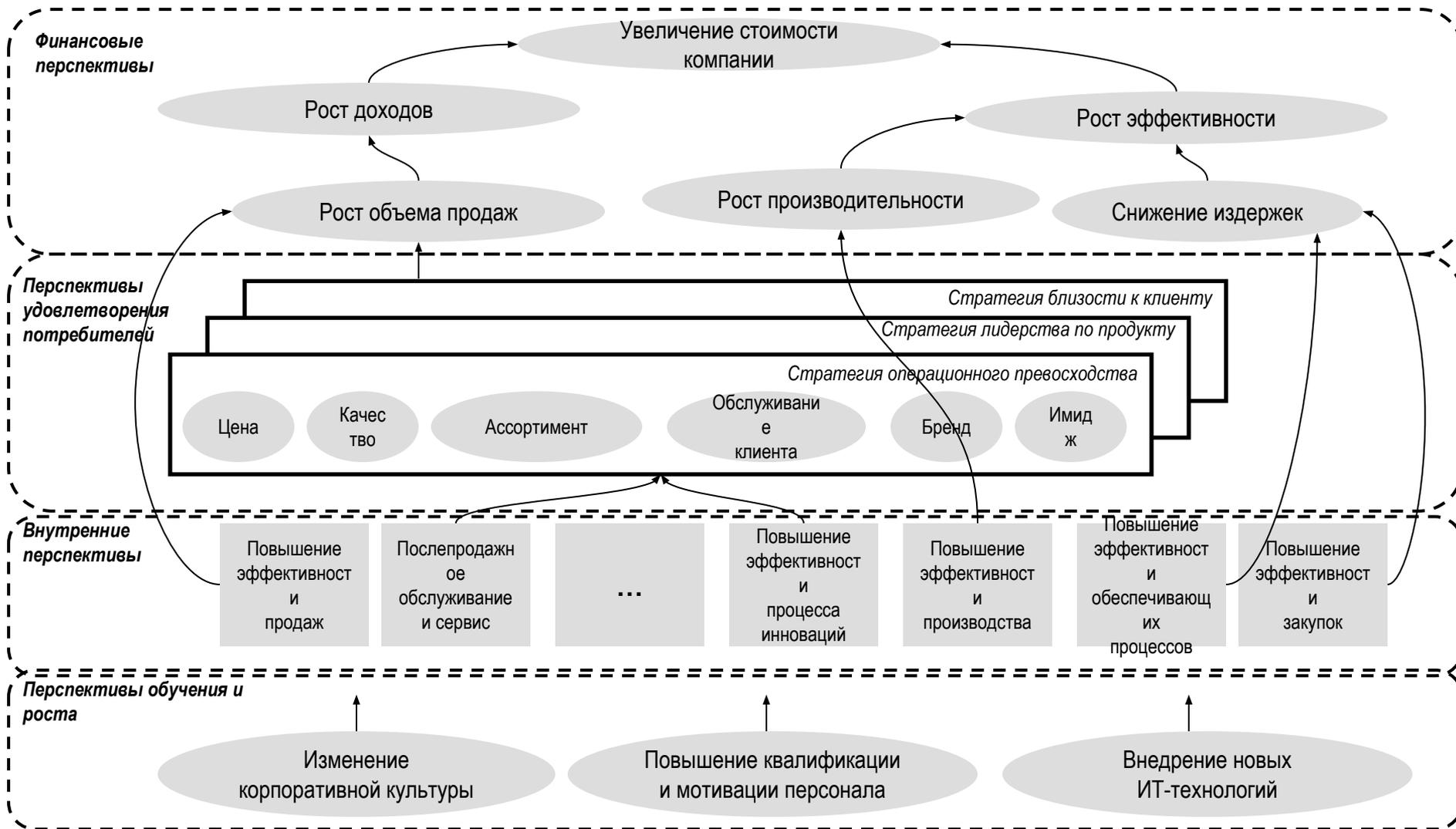
## **Рыночная деятельность:**

Удовлетворенность покупателей, рентабельность продаж, рыночная доля, доверие к бренду, узнаваемость бренда

## **Инвестиционная**

**деятельность:** объем инвестиций, рентабельность реальных и финансовых инвестиций, эффективность инвестиций R&D, состояние материально-технической базы

# VBM BSC



# Разрабатывая стратегию на основе концепции управления стоимостью необходимо концентрироваться на ключевых факторах стоимости

## Розничная торговля

- Оптимальный формат
- Качественная инфраструктура и технологии, эффективные операции
- Масштаб
- Устойчивый бренд
- Дисциплинированный, гибкий и инновационный менеджмент
- Оптимальное месторасположение
- Готовность обеспечивать высокую прибыльность

## Авто и компоненты

- Эффективное управление производственными мощностями
- Репутация бренда
- Дифференциация продуктов
- Гибкость
- Доступ к глобальной системе закупок

## Недвижимость

- Лидерство в идеях, которые могут быть успешно проданы
- Относительно низкая стоимость долгосрочного капитала
- Относительно низкие накладные расходы
- Возможности для обеспечения стабильных продаж
- Эффективный риск-менеджмент

## Товары массового спроса

- Сильный бренд
- Географический охват
- Доминирующая доля рынка и сильная дистрибуция
- Качество продукта
- Финансовая стабильность
- Дисциплина использования капитала
- Способности управлять глобальным бизнесом

# Факторы стоимости ОАО "Ростелеком"

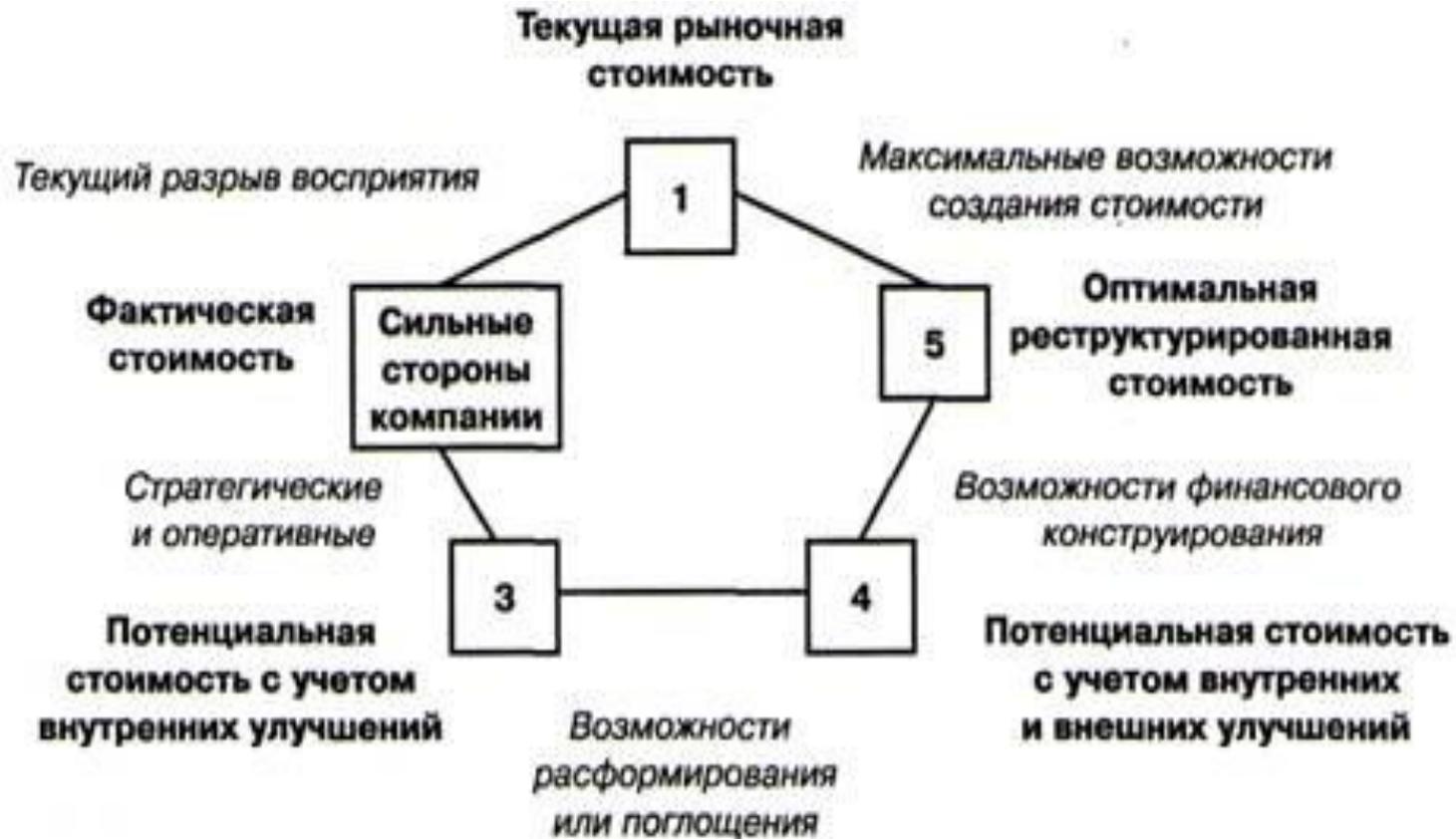
## Нефинансовые

- - абонентская база;
- - рыночная доля компании по абонентам;
- - рыночная доля по объему выручки;
- - суммарная пропускная способность клиентских подключений;
- -голосовой трафик;
- -степень проникновения сотовой связи;
- -численность персонала;
- - степень узнаваемости бренда;
- - показатели удовлетворенности клиентов (качество обслуживания);
- - гудвилл;
- - средний трафик на абонента (MOU), мин.

## Финансовые

- выручка;
- EBITDA, OIBDA;
- чистая прибыль;
- рентабельность активов (ROA);
- рентабельность инвестированного капитала (ROIC);
- рентабельность собственного капитала(ROE);
- средневзвешенная стоимость капитала (WACC);
- экономическая добавленная стоимость (EVA);
- свободный денежный поток (FCF);
- чистый долг;
- рыночная капитализация (MC);
- средний доход на абонента (ARPU).

# Гексаграмма структурной перестройки МакКинзи



# ЭТАПЫ

- I. *Анализ ситуации (диагностика предприятия) и оценка текущей стоимости компании (бизнеса).*
  - проводится диагностика реального положения предприятия с учетом всех направлений и систем: маркетинга, сбыта, производства, управления и т.д.;
  - определяется стоимость бизнеса на текущий момент.

## II. Корректировка стратегии развития компании в направлении увеличения стоимости.

- формируется система ключевых факторов стоимости;
- проводится ее тестирование;
- определяются целевые качественные и количественные значения ключевых факторов стоимости;
- проводится согласование стратегии предприятия с целевыми значениями ключевых факторов стоимости;
- выбирается оптимальная из возможных альтернативных стратегий развития предприятия.

Критерий выбора — максимальный уровень будущей стоимости.

### *III. Разработка плана мероприятий*

- разрабатывается план изменений в организационно-функциональной структуре для установления зон ответственности подразделений компании;
- разрабатывается план производства, маркетинга, сбыта, ориентированный на достижение целевых показателей факторов стоимости, определенных на этапе формирования (корректировки) стратегии;
- определяются значения факторов стоимости более низкого уровня, изменение которых влияет на факторы стоимости высших уровней;
- готовится план инвестиционных программ;
- разрабатываются мероприятия по управлению рисками.

#### *IV. Реализация плана мероприятий (внедрение системы управления стоимостью).*

Основные действия:

- факторы стоимости распределяются по структурам компании и

исполнителям как объекты контроля и ответственности;

- менеджеры компании разрабатывают методы управления факторами стоимости;
- ведется мониторинг исполнения плана и аналитическая работа;

выявляются количественные и качественные отклонения достигнутых значений соответствующих показателей от целевого уровня, осуществляются действия по устранению отклонений; при необходимости изменяются цели и корректируются планы.