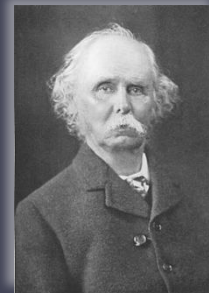
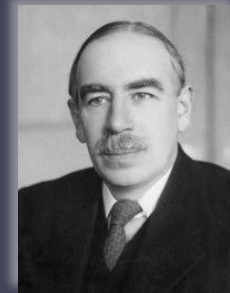


# УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ



**Альфред  
Маршалл**  
(1842—1924)  
*Автор теории  
рыночного  
ценообразования*



**Джон Мейнард  
Кейнс** (1883—1946)  
*Основатель  
кейнсианства*



**Джон Бэрр  
Уильямс**  
(1900-1989)  
*Основатель  
концепции  
денежных потоков*



**Питер Друкер**  
(1909—2005) -  
*основатель  
«Управления по  
целям»*



**Г. Марковиц**  
(р. 1927)  
*Автор  
портфельного  
анализа риска*



**Уильям Шарп**  
(р. 1934)  
*«Теория портфеля  
и рынки капиталов»*



**Рональд  
Гарри Коуз**  
(1910-2013)



**Альфред  
Раппопорт**  
*Финансовый  
эксперт*



**Беннетт  
Стюарт**  
*Основатель  
Stern Stewart & Co*

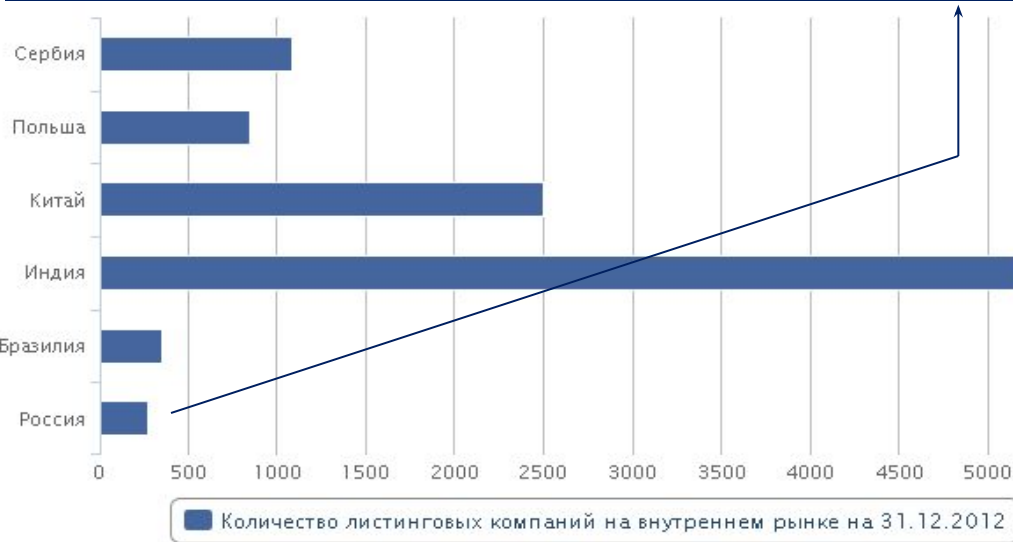


**Джозел Стерн**  
*Основатель  
Stewart & Co*

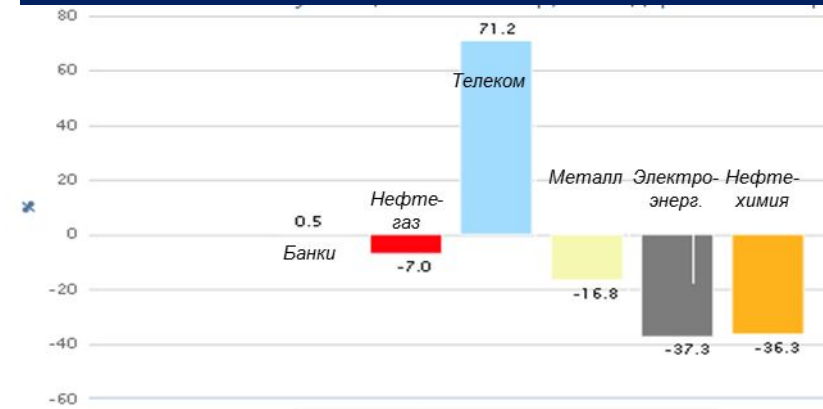
Тема 1  
Концепция стоимостно-ориентированного менеджмента (VBM – value based management)

# Капитализация российского рынка

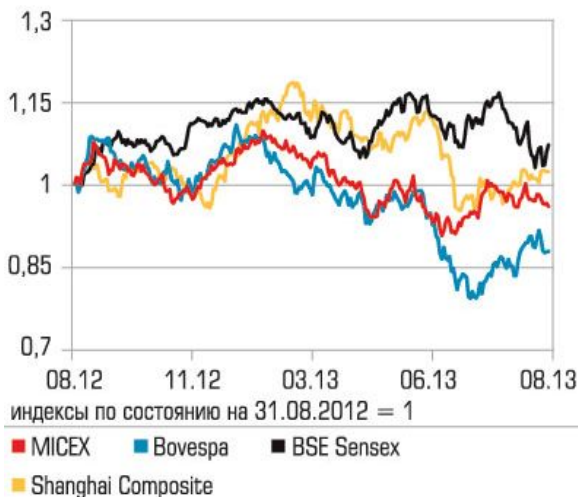
Россия уступает другим развивающимся странам по количеству эмитентов, акции которых прошли листинг на внутреннем организованном рынке акций



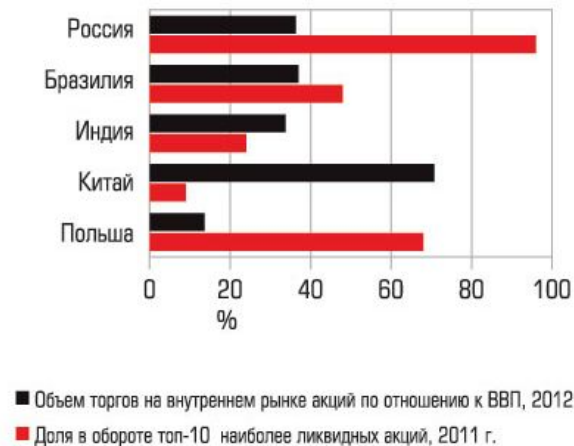
Точкой роста рыночной капитализации российского рынка стал телекоммуникационный сектор



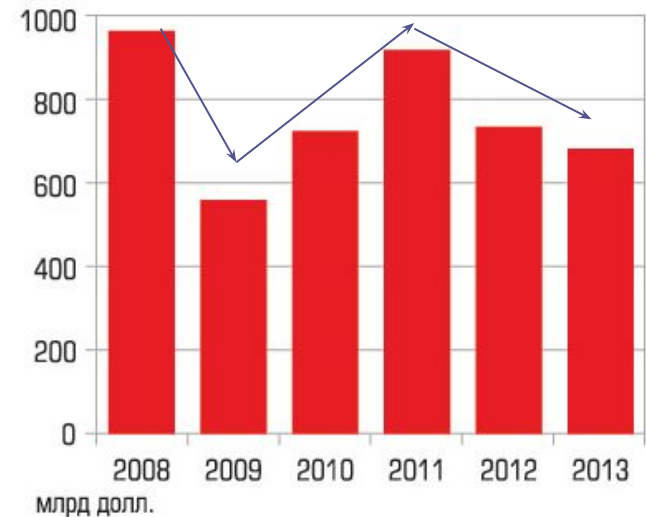
Россия находится в тренде движения индексов развивающихся рынков



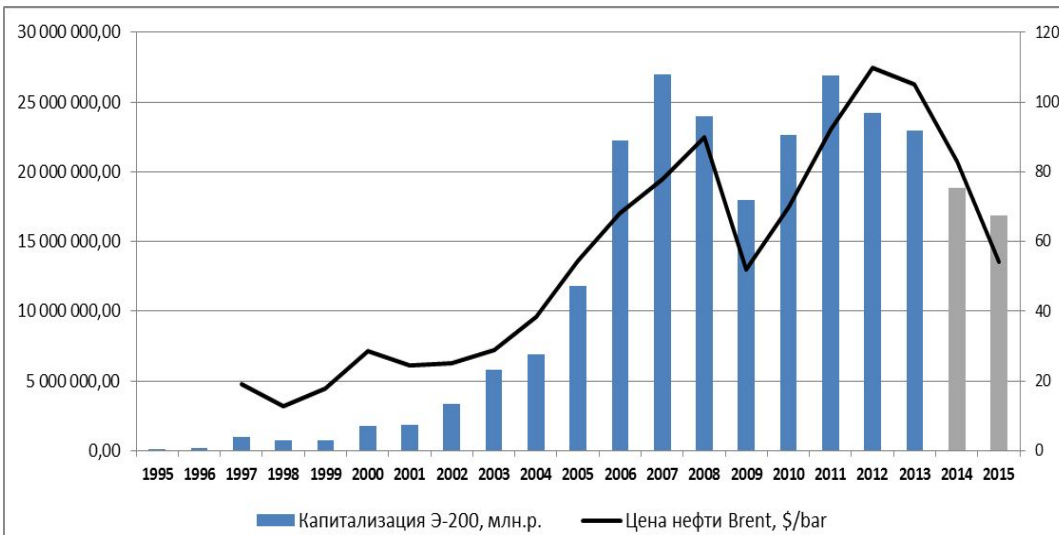
Ликвидность российского рынка находится на уровне других развивающихся рынков, но характеризуется более высокой концентрацией торгов на топ-10 наиболее ликвидных компаний



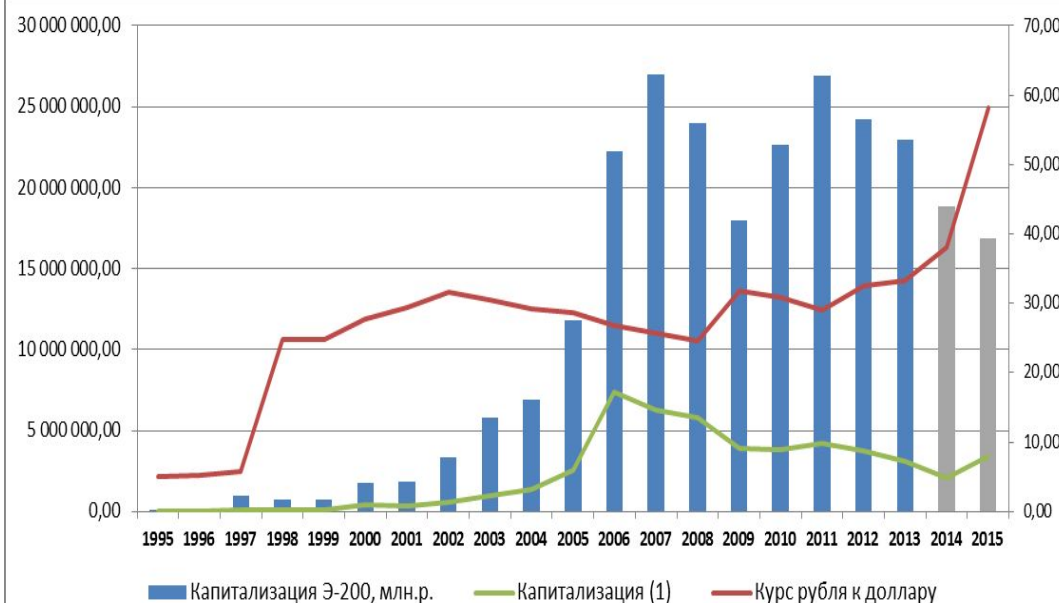
Капитализация 200 крупнейших российских компаний в 2013 г. продолжила снижение



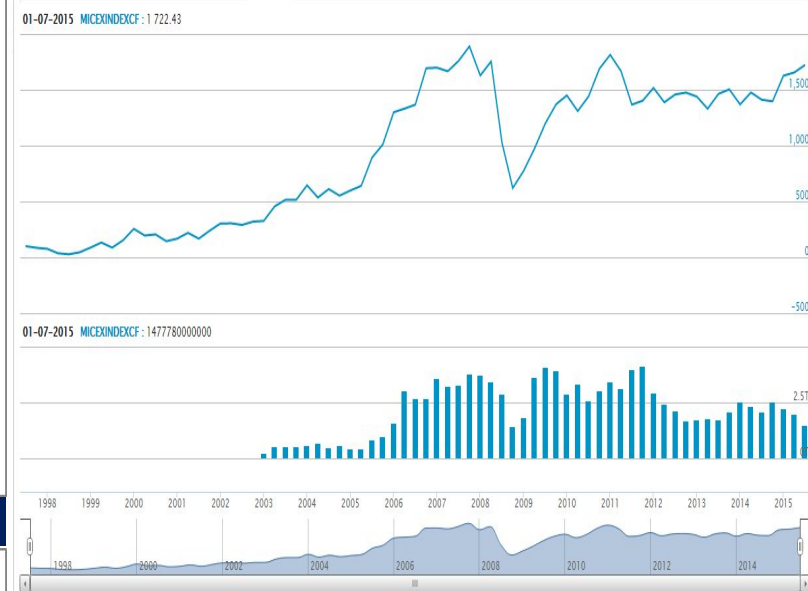
# Капитализация российского рынка



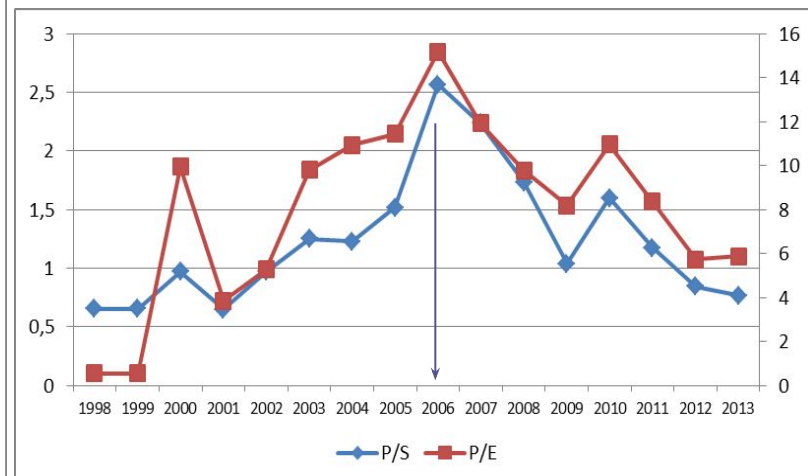
## Капитализация 200 крупнейших российских компаний



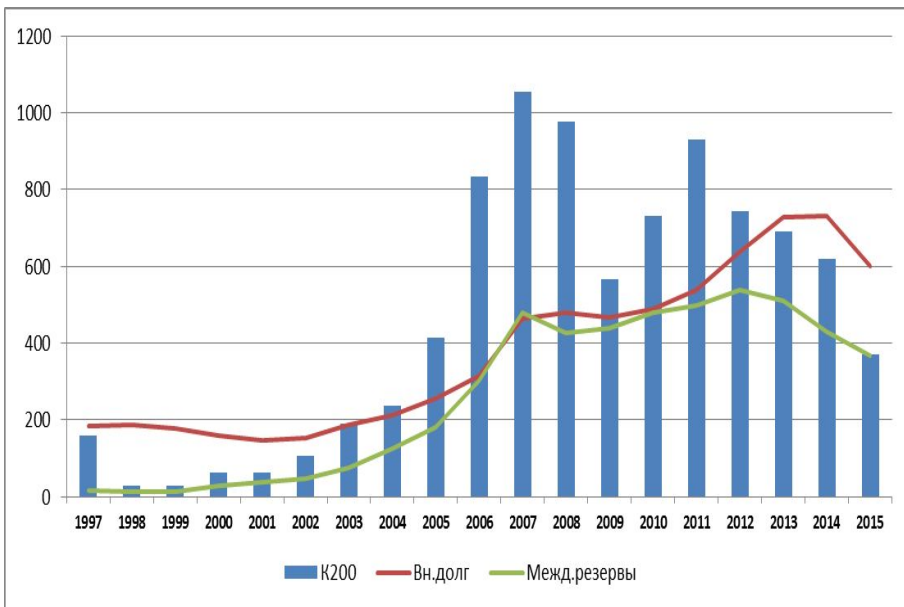
## Динамика индекса ММВБ



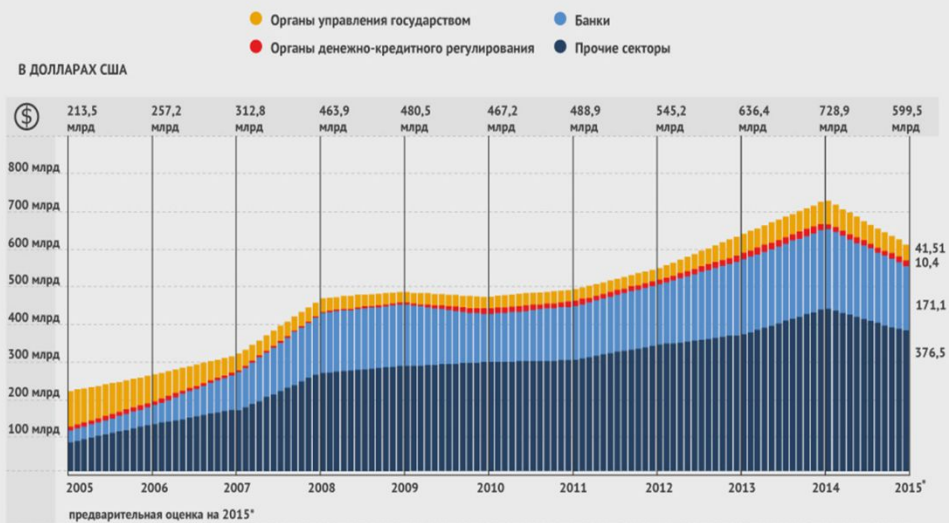
## Динамика ценовых мультипликаторов



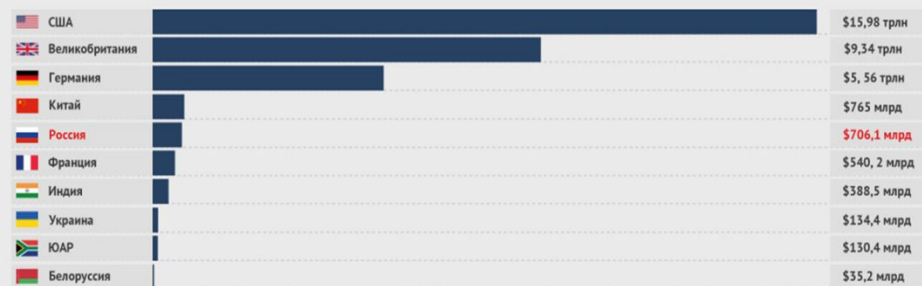
# Капитализация российского рынка



## ВНЕШНИЙ ДОЛГ РОССИИ



### РАЗМЕР ВНЕШНЕГО ДОЛГА РОССИИ В СРАВНЕНИИ С ДРУГИМИ СТРАНАМИ II КВАРТАЛ 2013 ГОДА

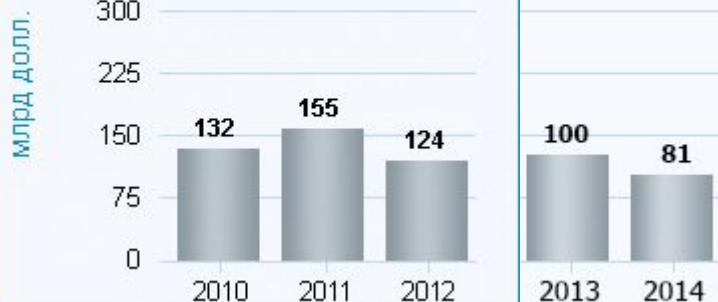


### СООТНОШЕНИЕ ГОСДОЛГА К ВВП, %

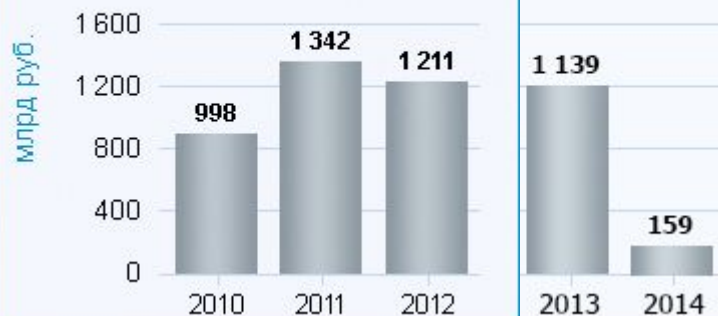


# Капитализация российского рынка

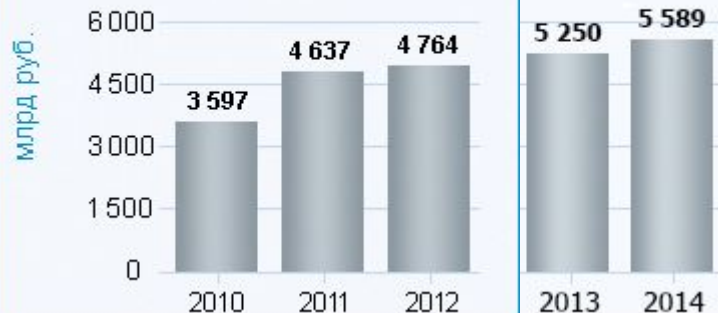
## Средняя рыночная капитализация



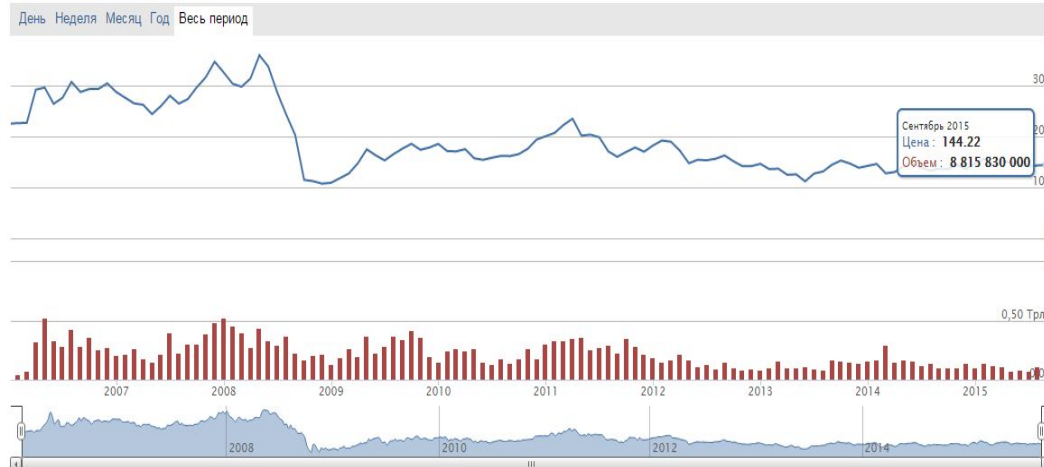
## Чистая прибыль



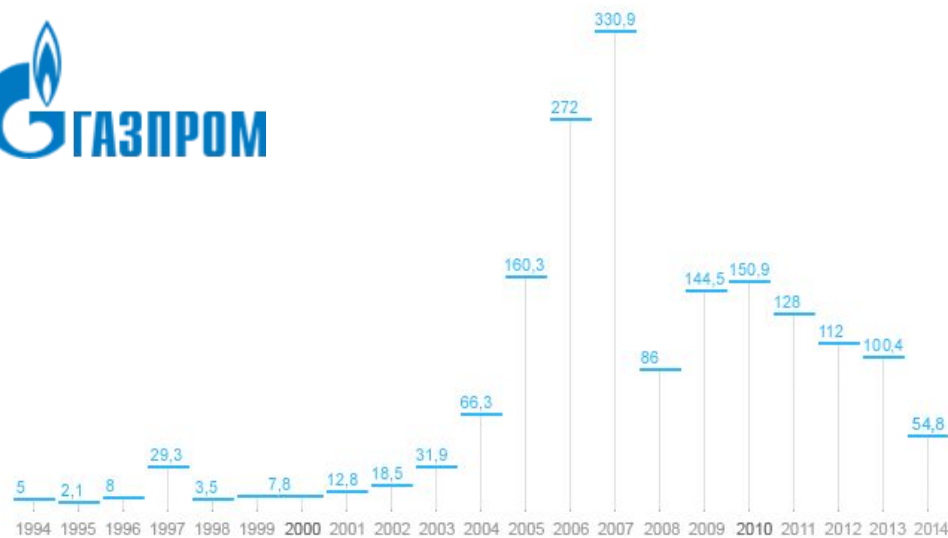
## Выручка от продаж



144,22 +0,71% RUB  
 Предложение: — Спрос: —  
 Максимум: 145,40 Минимум: 144,11  
 Сделок сегодня: 24 480 Количество сегодня: 21 136 180  
 Капитализация: 3 414 194 030 438

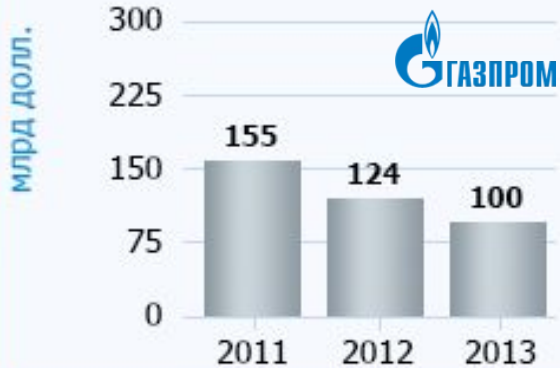


Рыночная капитализация ОАО «Газпром» на конец 2014 г. составила 54,8 млрд долларов США

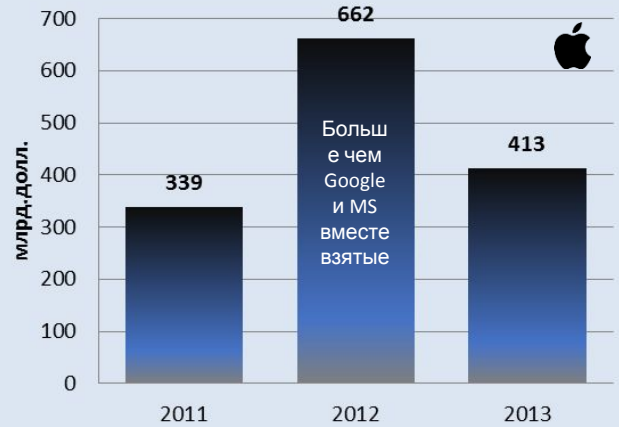


Динамика капитализации ОАО «Газпром», млрд долларов США

### Средняя рыночная капитализация



### Рыночная капитализация



### Котировки акций Apple, долл.

09/02/2014 21:44:03

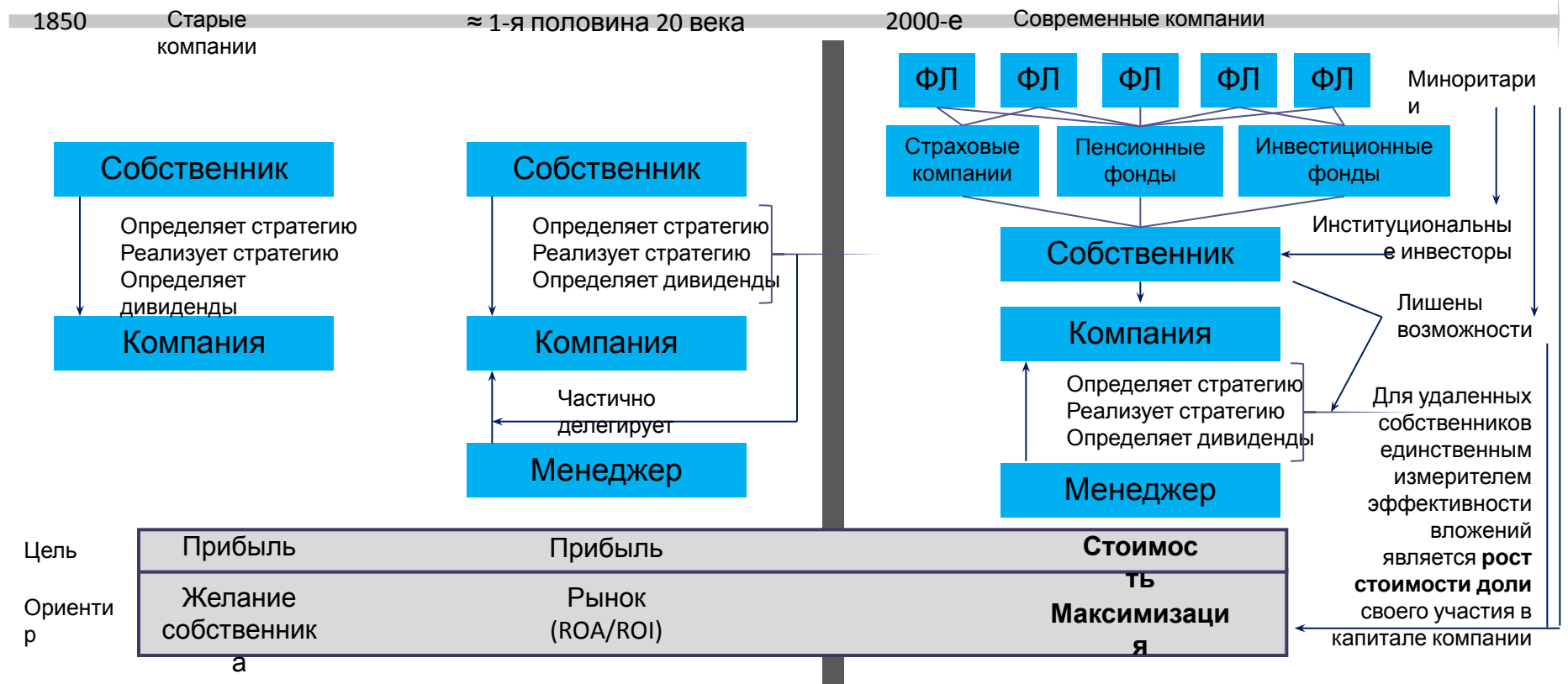
Рост более чем в 50 раз

103.20

### Котировки акций Apple, долл.



# Трансформация отношений корпоративного контроля и целей организации



**Универсальность стоимости** – с точки зрения подходов к управлению глобальные рынки капитала не делают различий между акционерными и закрытыми компаниями

# Эволюция теорий управления стоимостью компании



**Джон Бэрр Уильямс (1900-1989)**  
Дисс. «Теория инвестиционной стоимости» [NPV, Cash Flow]

**ДИСКОНТИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА (DCFA)**

*Дисконтирование денежного потока (DCFA) - фундаментальный принцип корпоративных финансов. Это текущая стоимость денежных потоков, которые будут получены от активов в течение их экономической жизни, дисконтированная по ставке, соответствующей рискам.*

1938



**Джон фон Нейман (1903-1957)**

**МОДЕЛЬ СБАЛАНСИРОВАННОГО РОСТА**



**Василий Леонтьев (1905-1999)** — создатель теории межотраслевого анализа

*Потоки денежных средств находятся в равновесном состоянии. Основной («золотой») закон бизнеса - активы, прибыль, темп роста и поток денежных средств должны развиваться с одной скоростью.*

**Теория предельной стоимости капитала**

**ТЕОРИЯ АКТИВОВ**

**Джон Мейнард Кейнс (1883-1946)** основоположник кейнсианства

*Под активами понимается имущественная стоимость предприятия. Поэтому концепция стоимости активов базируется, прежде всего, на их ценности как экономического ресурса предприятия.*

1936

**Первые модели измерения результатов предприятий (мультипликативная модель "Дюпон" или показатель ROI).**

1920-е

нач. XX в.

**Развитие теории финансового менеджмента** Г. Фордом, Г. Эмерсоном, А. Файолем.

*Идея максимального увеличения доходов акционеров, которые предоставляют предприятию денежные средства, ожидая их прироста*



**Фредерик Уинслоу Тейлор (1856-1915)** — основоположник HОT и классической школы менеджмента.

1895



**Альфред Маршалл (1842-1924)** автор теории рыночного ценообразования

**Модель добавленной стоимости акционерного капитала**

1890

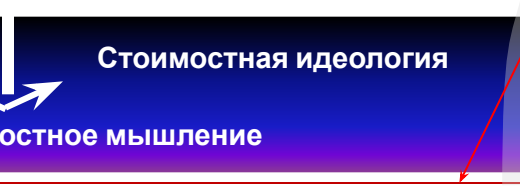
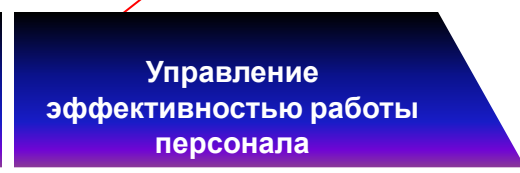
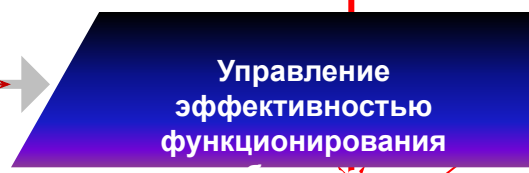
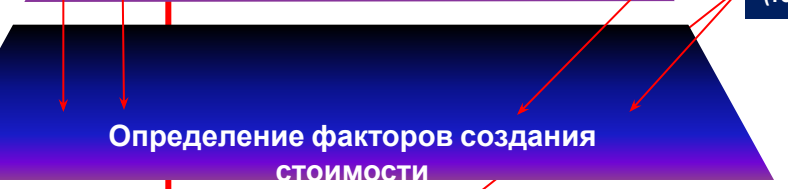
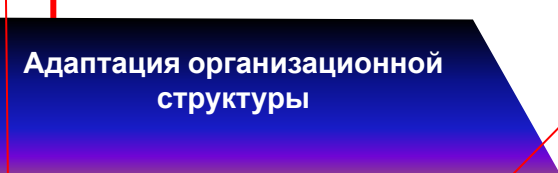
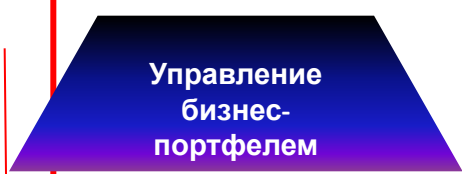
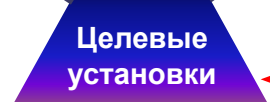
«Принципы экономической науки»

1881

Основоположник **теории финансового менеджмента** - американец **Д. Вортон**

**Измерение (оценка) СТОИМОСТИ**  
*Среднезавышенные затраты на капитал (WACC)*

С экономической точки зрения добавленная стоимость акционерного капитала определяется будущими потоками денежных средств, а не прошлой прибылью.



Концепции SVA, MVA, EVA, EBO, опционного ценообразования

**Концепция VBM** построена на комбинации систем стратегического и оперативного управления: KPI, управления факторами стоимости, BSC.

**Диггер Хан** 1997

**Теория/концепция VBM**

**Роберт Каплан, Дэвид Нортон** 1992

**Концепция сбалансированной системы показателей (BSC)**

**Питер Друкер (1909-2005)** - основоположник «Управления по целям», системы оценки достижения результатов через ключевые показатели эффективности

**Система KPI (Key Performance Indicators) ключевых показателей эффективности** 1950-1990 гг.

**Гипотеза Модильяни-Миллера (теорема Модильяни — Миллера)** 1960-е

*Предположение о независимости рыночной цены предприятия от структуры капитала для потока дивидендов, при рациональности экономических субъектов и совершенстве рынка капитала.*

**Уильям Шарп (р. 1934)** «Теория портфеля и рынки капиталов» 1970

**Теория портфельного анализа риска**  
**Г. Марковиц (р. 1927)** подход к исследованию риска распределения инвестиций, корреляции и диверсификации ожидаемых инвестиционных



1952



# Эволюция концепции VBM

## Фаза 1

1980-е

Концепция управления стоимостью компании возникла в начале 80-х годов XX века как продукт стратегического и управленческого консалтинга

**А. Раппапорт «Создание стоимости для акционеров»** *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business*, 1986

Компании начинают включать «**стоимость капитала**» в систему показателей для измерения экономической прибыли и оценки эффективности своей деятельности в интересах акционеров

попытка переосмыслить основную **роль наемных менеджеров**, заключающейся в **создании и увеличении стоимости компании в интересах ее собственников**

## Фаза 2

1990-е

Популяризация **экономической добавленной стоимости (EVA - Economic Value Added)**

**Б. Стюарт «В поисках стоимости»**. *The Quest for Value: a Guide for Senior Managers*. NY: Harper Collins Publishers, 1991

**А. Раппапорт «Создание стоимости для акционеров»** *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. NY: The Free Press, 1997

Термин «**Value Based Management**» впервые упоминается в 1994 году в книге **Д. Мактаггарта** «Императив стоимости»

Популяризация модели Эдвардса-Белла-Ольсона **EBO**

Статьи Джеймса Ольсона (J.A. Ohlson) 1990 – 1995 гг.

**Альфред Маршалл** - концепция **остаточного дохода** (отклонение чистой прибыли от «нормы» - «сверх» прибыль или «остаточный» доход)

**EVA** является зарегистрированной торговой маркой консалтинговой компании «Stern Stewart&Co»

**EVA** — это чистая операционная прибыль после уплаты налогов (NOPAT) за вычетом затрат на капитал. Формула расчета:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot IC$$

где: NOPAT — чистая операционная прибыль после уплаты налогов;  
WACC — средневзвешенная стоимость капитала;  
IC — инвестированный капитал.

концепция EVA вызвала большой интерес бизнес-сообщества, включая такие компании, как **The Coca-Cola Company**, **Eli Lilly and Company**, **Bausch & Lomb**, **Matsushita**, **Briggs & Stratton** и **Herman Miller**

Разработка показателя акционерной добавленной стоимости **SVA**

Описание модели встречалось в работах 1938 г. Уильямса (Williams 1938 г.) и Прайнрайха (Preinreich, 1938 г.)

ссылки на статью Эдвардса и Белла (Edwards, Edgar O., and Philip W. Bell) *The Theory and Measurement of Business Income* 1961-го года.

## Фаза 3

2000-е

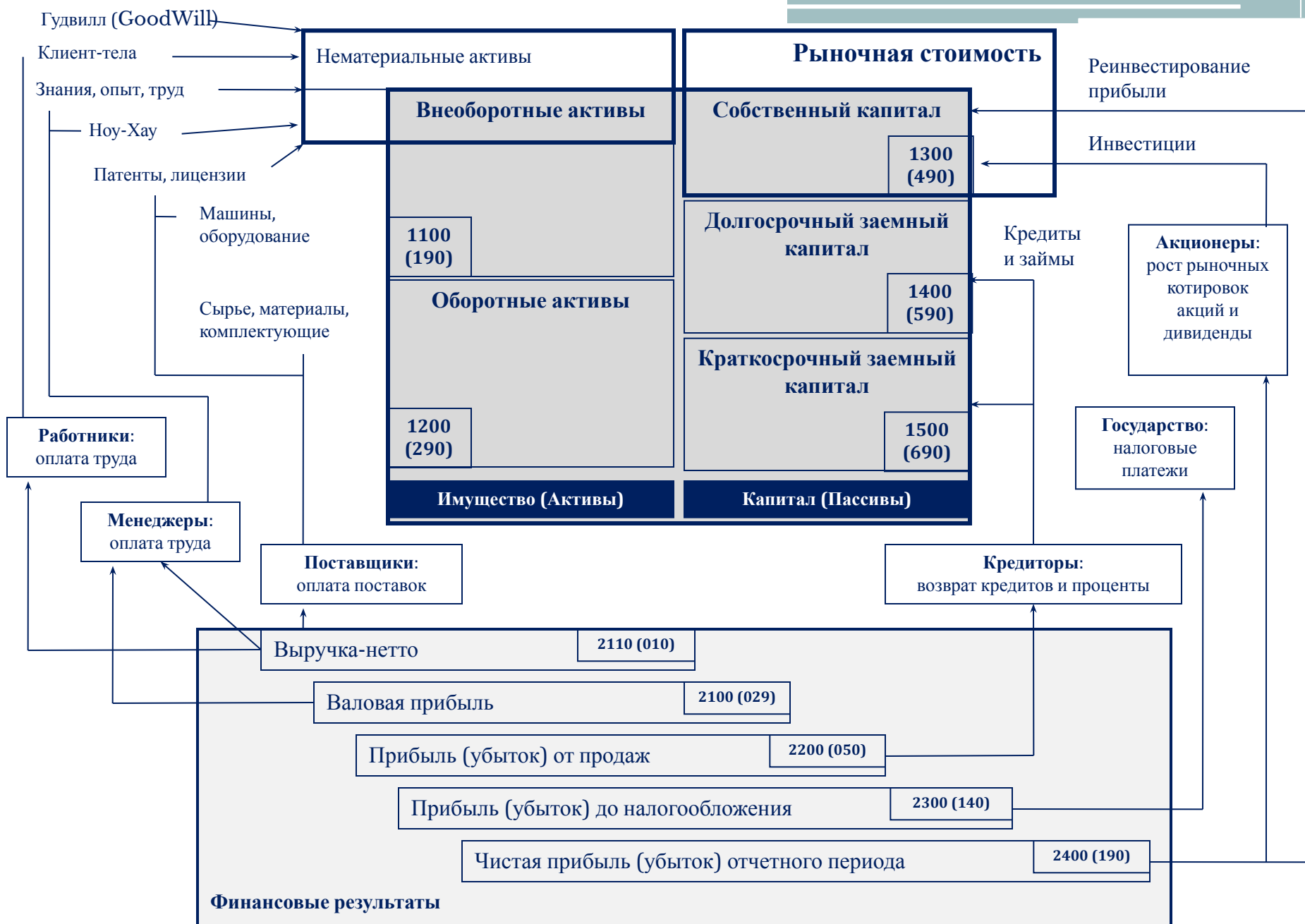
**Формирование школ, представленных консалтинговыми компаниями со своими системами управления стоимостью** (Stern Stewart&Co, Marakon Associates, McKinsey&Co, PriceWaterhouseCoopers и др.)

**Том Коупленд** (T. Copeland), **Тим Коллер** (T. Koller) и **Джек Мурин** (J. Murrin) «**Стоимость компаний: оценка и управление**» - разработка пентаграммы стоимости

**Херманн Джоэль Стерн** (Hermann Joel Stern) публикует рыночно ориентированную **теорию конкурентного стоимостного менеджмента** (управления стоимостью в условиях конкуренции).

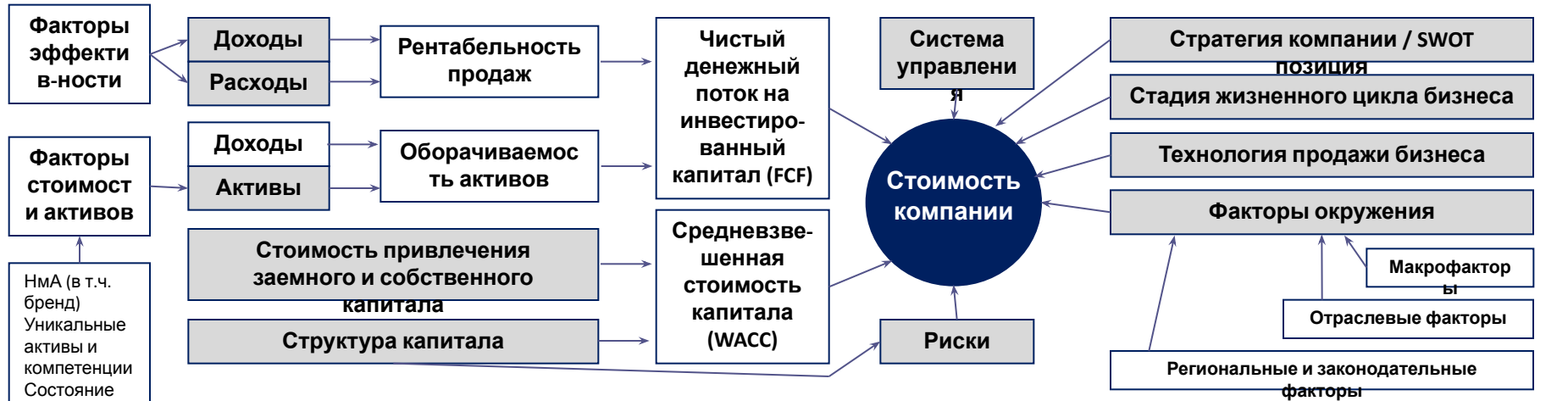
Развитие показателя рыночной добавленной стоимости **MVA**

# Экономический смысл стоимости компании



# Факторы создания стоимости

С точки зрения управления **стоимость компании** есть следствие оценки стратегической позиции компании и способности команды ее реализовать



**Ключевые факторы стоимости** - ограниченный набор из семи показателей (как правило), которые дают количественные оценки выгод инвестора.

К факторам стоимости относятся:

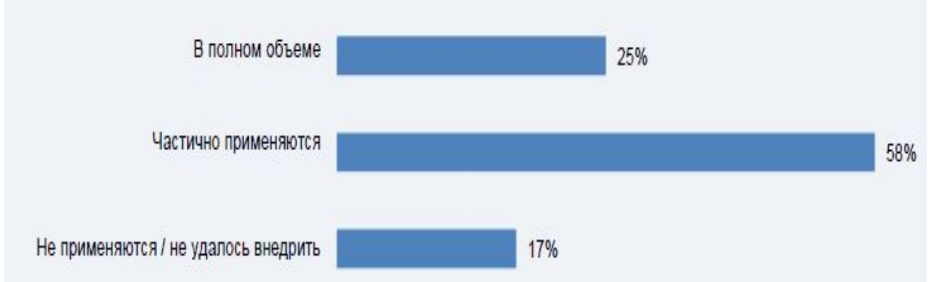
- 1) темпы роста продаж;
- 2) рентабельность реализации;
- 3) ставка налога на прибыль;
- 4) коэффициент инвестиций в оборотный капитал;
- 5) коэффициент инвестиций в долгосрочный капитал;
- 6) продолжительность горизонта прогнозирования;
- 7) затраты на капитал, или барьерная ставка компании.

**Наиболее сильное положительное влияние:**  
развитие сильной стороны, устранение слабых,

Мероприятия	Наиболее сильное положительное влияние:			
	S Strengths	W Weaknesses	O Opportunities	T Threats
Оптимизация продуктового портфеля	+		+	
Управление издержками		+		
Оптимизация структуры холдинга / повышение управляемости	+	+	+	+
Повышение прозрачности		+		+
Инновации и разработки новых продуктов	+		+	
Отчуждение непрофильных активов		+		+
Повышение эффективности использования активов	+		+	

# Использование принципов управления на основе стоимости российскими компаниями

В каком объеме в вашей компании применяются принципы управления на основе стоимости (% респондентов)



25% компаний используют принципы управления, ориентированного на рост стоимости в полном объеме, т.е. заявляют о существовании «стоимостного мышления» в компании. Более половины применяют эти методы частично, и только 17% отмечают, что данные практики не

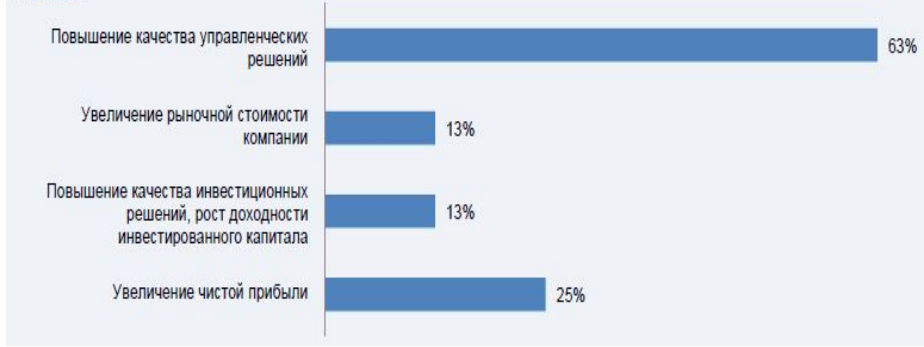
## применяются вообще

Какие показатели применяются в процессе постановки целей и для мотивации?



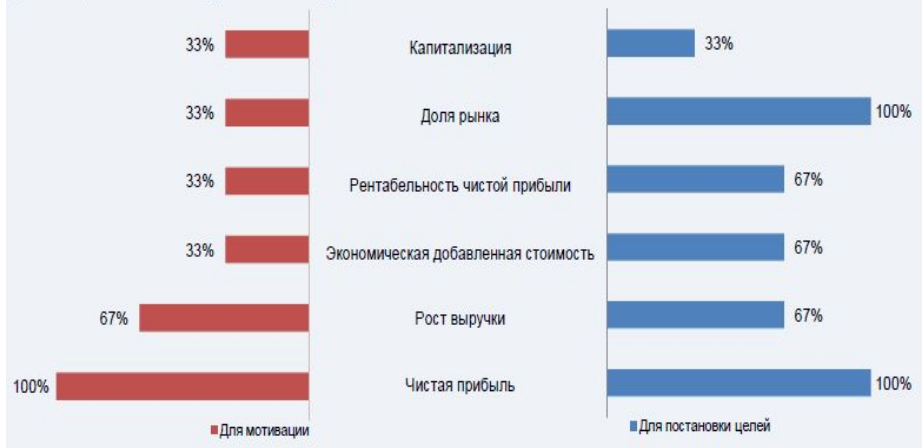
Для постановки целей при планировании в компаниях в основном используют такие показатели, как чистая прибыль и привлечение новых клиентов, а также доля рынка и рост выручки. Треть опрошенных руководителей используют для постановки целей показатели капитализации и экономической добавленной стоимости.

В случае успешного внедрения системы управления стоимостью, как это повлияло на результаты деятельности компании?



Внедрение системы управления стоимостью в основном влияет на повышение качества управленческих решений (63%). Второй по популярности критерий — увеличение чистой прибыли (25% респондентов), и лишь 13% отметили повышение стоимости компаний

Какие показатели применяются в процессе постановки целей и для мотивации? (компании, полностью внедрившие систему)



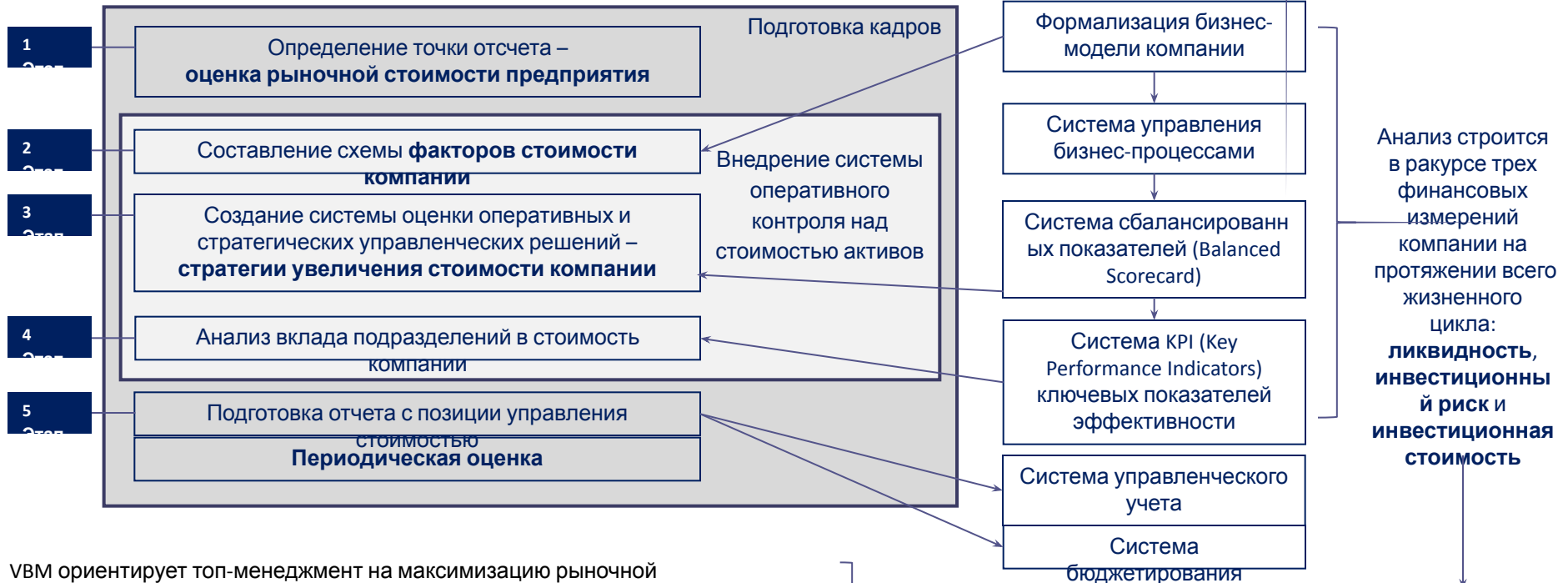
Проанализированы финансовые и управленческие данные по 68 крупнейшим российским компаниям, которые предоставляют отчетность по международным стандартам (МСФО). Среднее количество сотрудников составляет около 10 тысяч человек, средняя выручка — около 8 млрд. долларов в год (данные по 2008 году)

# Концепция управления стоимостью компании

**Концепция управления стоимостью компании (Value-Based Management, VBM)** – это построение системы оценки результатов деятельности на основе стоимости и выстраивание по этому интегрированному показателю рычагов управления

**Стоимость предприятия определяется ее дисконтированными будущими свободными денежными потоками (FCF)**

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{CF_{n+1}}{1-g}$$



VBM ориентирует топ-менеджмент на максимизацию рыночной стоимости предприятия, а не текущей прибыли.

Согласно концепции VBM, **классические бухгалтерские критерии оценки деятельности компании неэффективны**. К основным ограничениям традиционной финансовой отчетности относятся:

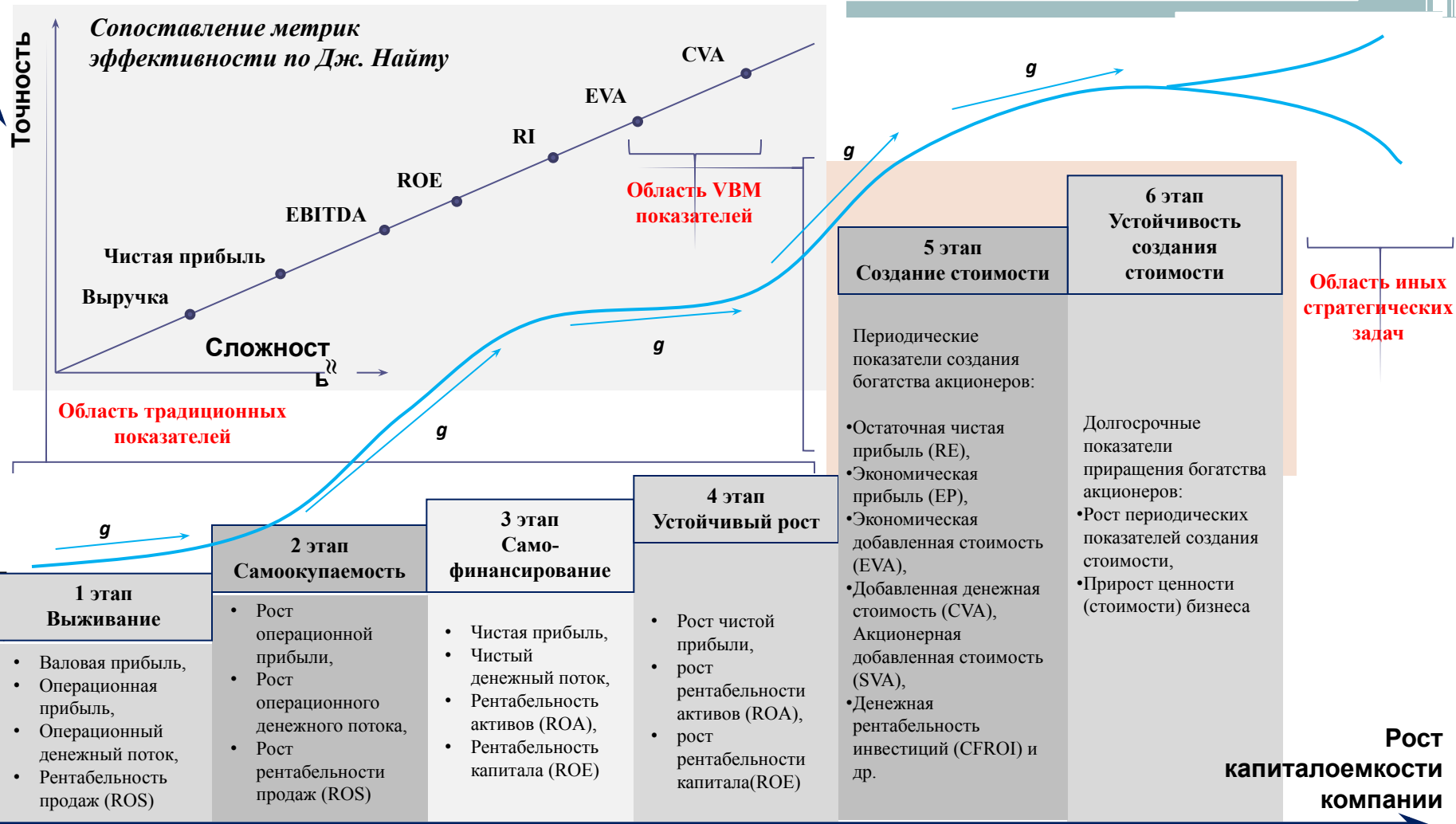
- Ориентация на прошлое, а не на будущее;
- Не позволяет оценить устойчивость финансовых результатов;
- Не показывает, что происходит со стоимостью предприятия.

Концепция VBM означает последовательное введение новых критериев оценки результата компании:

- Экономическая добавленная стоимость EVA
- Добавленная стоимость потока денежных средств CVA
- Добавленная стоимость акционерного капитала SVA
- Рыночная добавленная стоимость MVA
- Экономическая прибыль RI
- Внутренняя норма доходности компании CFROI

# Взаимосвязь концепции VBM и роста капиталоемкости компании

Необходимость учета долгосрочных



1920-е гг.	1970-е гг.	1980-е гг.	1990-е гг.
Модель Дюпон Рентабельность инвестиций (ROI)	Чистая прибыль на одну акцию (EPS) Коэффициент цена/прибыль на акцию (P/E)	Соотношение рыночной и балансовой стоимости акционерного капитала (M/B) Рентабельность акционерного капитала (ROE) Рентабельность чистых активов (RONA) Денежный поток (CF)	Экономическая добавленная стоимость (EVA) Прибыль до процентов и налогов (EBITDA) Рыночная добавленная стоимость (MVA) Добавленная стоимость акционерного капитала (SVA) Сбалансированная система показателей (BSC) Совокупная доходность для акционеров (TSR) Денежный поток на инвестированный капитал (CFROI)

# Принципы управления стоимостью компании

Сущность концепции  
VBM

Управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости

все устремления компании, **аналитические методы и приемы менеджмента** должны быть направлены на одну общую цель: помочь компании максимизировать свою стоимость, строя **процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости**.

Модель VBM строится па четырех принципах

## 1. Принцип учета экономической прибыли

Оценка результата компании с позиций ее альтернативных издержек - **упущенной выгоды** или прибылей, утраченных в альтернативных вариантах вложения капитала компании из-за ограниченности ее ресурсов. Корректная аналитическая модель компании, действующей в рыночной среде, должна предусматривать упущенную выгоду как неявный компонент расходов, "незаметный" в бухгалтерском учете.

Таким образом, создается совершенно **другая концепция результатов деятельности компании: на основе экономической, а не бухгалтерской прибыли**, которая учитывается в сопоставлении с упущенными выгодами.

## 2. Принцип выявления барьерной стоимости

**Барьерная стоимость капитала - минимальная доходность инвестиций, которую должна обеспечивать команда менеджеров.** Этот принцип требует анализа затрат на привлечение капитала, рыночных ставок доходности инвестиций. Необходимая для этого информация находится за пределами компании. Выявление барьерной ставки помогает жестко сформулировать требование к результату. Если доходность, заработанная фактически, совпала с барьерной ставкой, то такие результаты можно считать удовлетворительными. В этом случае экономическая прибыль компании равна нулю. Если доходность выше барьерной ставки, экономическая прибыль компании положительна.

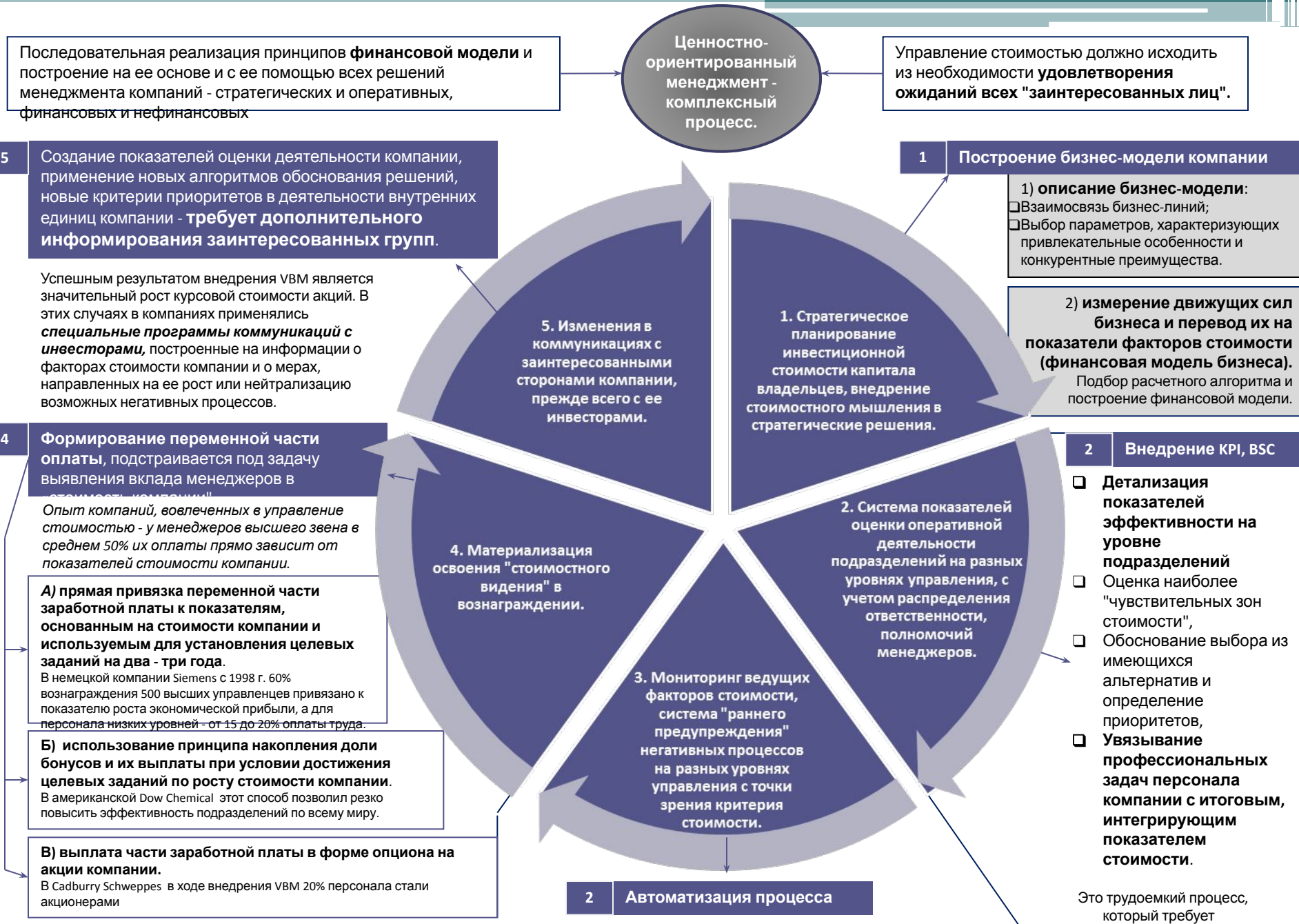
## 3. Анализ ликвидности операций компании, ее способности генерировать

**Необходим анализ потоков денежных средств, свободных для изъятия владельцем компании из бизнеса (FCF).** Если компания способна создавать объем ликвидных ресурсов, достаточный для решения поставленных стратегических задач в расчете на год, она становится более маневренной, а ее владелец приобретает возможность получить свой доход в наиболее удобной форме. Корректная аналитическая модель обязана быть своего рода гарантом выявления достаточности денежных средств или системой слежения за предотвращением ситуаций, ведущих к появлению положительной прибыли, но в то же время - к "усыханию" или исчезновению положительных потоков денежных средств.

## 4. Фокусирование на стоимости бизнеса для

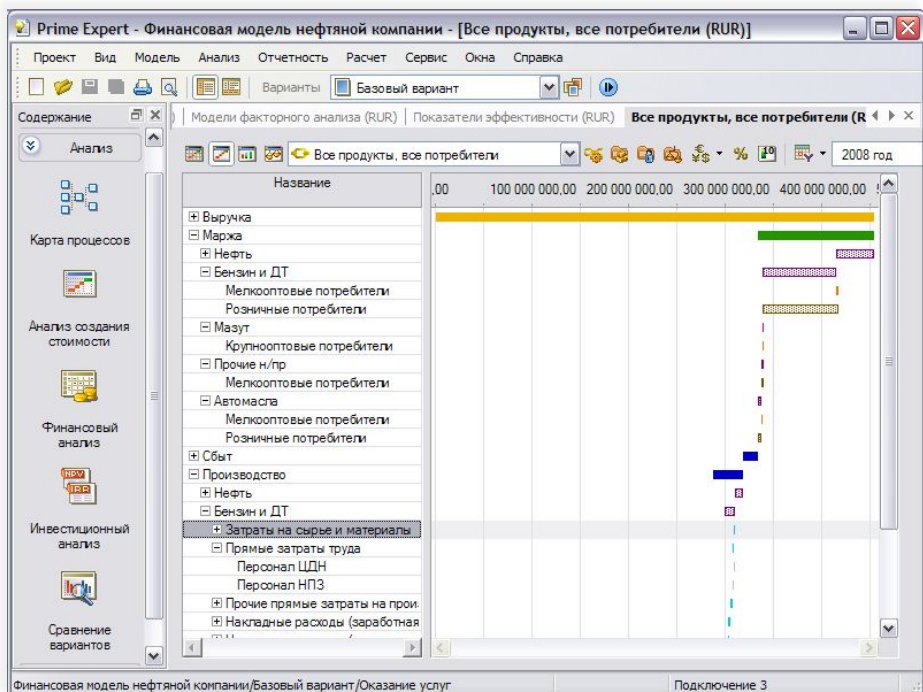
Это результирующий принцип финансовой модели.

# Элементы системы управления стоимостью компании

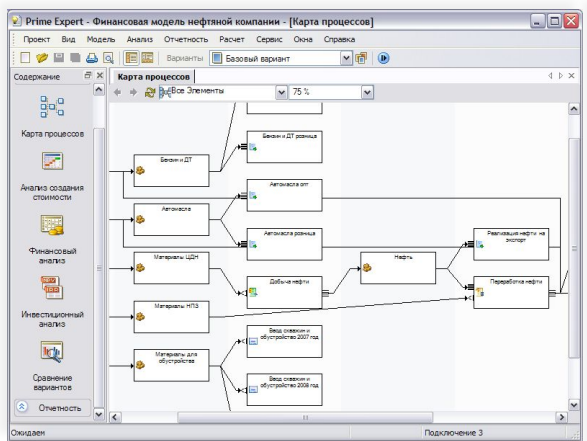




Prime Expert обеспечивает финансовое моделирование текущей («как есть») и планируемой деятельности компании как совокупности реализуемых ею проектов.



Модели факторного анализа (RUR)	II пол. 2007г.	I пол. 2008г.	II пол. 2008г.
ROE (двухлетняя модель DuPont), %	203.29	102.66	50.37
Рентабельность активов (ROA), %	105.29	77.57	43.06
Чистая прибыль (NP)	13 965 804.48	28 617 035.33	28 667 205.73
Средняя величина суммарных активов (TA)	13 263 868.22	36 893 760.86	66 582 497.40
Козфф. финансовой зависимости (TA/EQ)	1.93	1.32	1.17
Средняя величина суммарных активов (TA)	13 263 868.22	36 893 760.86	66 582 497.40
Средняя величина собственного капитала (EQ)	6 870 052.73	27 876 088.43	56 910 179.55
ROE (трехлетняя модель DuPont), %	203.29	102.66	50.37
Рентабельность чистой прибыли (NPM), %	12.37	12.65	12.66
Чистая прибыль (NP)	13 965 804.48	28 617 035.33	28 667 205.73
Выручка (NS)	112 857 807.75	226 158 212.32	226 518 908.02
Козфф. оборачиваемости активов (TAT)	34.03	12.26	6.80
Выручка (NS)	112 857 807.75	226 158 212.32	226 518 908.02
Средняя величина суммарных активов (TA)	13 263 868.22	36 893 760.86	66 582 497.40
Козфф. финансовой зависимости (TA/EQ)	1.93	1.32	1.17
Средняя величина суммарных активов (TA)	13 263 868.22	36 893 760.86	66 582 497.40
Средняя величина собственного капитала (EQ)	6 870 052.73	27 876 088.43	56 910 179.55
ROE (пятилетняя модель DuPont), %	203.29	102.66	50.37
Показатель уровня угрозы банкротства (Z-модель Альтмана)	54.27	22.78	16.27
Доля собственных оборотных средств в активах (NWC/TA)	0.48	0.73	0.83
Средняя величина собственных оборотных средств (NWC)	6 380 425.61	26 866 352.08	55 444 932.41
Средняя величина текущих активов (CA)	12 774 241.10	35 884 024.51	65 117 250.27
Средняя величина текущих обязательств (CL)	6 393 815.50	9 017 672.43	9 672 317.85
Средняя величина суммарных активов (TA)	13 263 868.22	36 893 760.86	66 582 497.40
Козфф. рентабельности активов (по нераспределенной прибыли)	0.52	0.76	0.85



Продукт	Локальная	Сетевая (количество рабочих мест)					
		1	2	3	4	5	10
Project Expert 7 Standard	₽ 52 910,00	₽ 55 000,00	₽ 68 970,00	₽ 82 940,00	₽ 92 070,00	₽ 101 200,00	₽ 135 575,00
Project Expert 7 Professional	₽ 102 025,00	₽ 104 060,00	₽ 129 415,00	₽ 154 770,00	₽ 171 133,00	₽ 187 495,00	₽ 245 795,00
Project Expert 7 Holding	₽ 133 980,00	₽ 135 960,00	₽ 168 905,00	₽ 201 850,00	₽ 222 805,00	₽ 243 760,00	₽ 317 240,00
Audit Expert 4 Standard	₽ 53 300,00	₽ 57 800,00	₽ 67 250,00	₽ 76 700,00	₽ 84 350,00	₽ 92 000,00	₽ 124 700,00
Audit Expert 4 Professional	₽ 80 300,00	₽ 86 300,00	₽ 100 100,00	₽ 113 900,00	₽ 124 700,00	₽ 135 500,00	₽ 181 400,00
Prime Expert	₽ 133 980,00	₽ 135 960,00	₽ 168 905,00	₽ 201 850,00	₽ 222 805,00	₽ 243 760,00	₽ 317 240,00

## Достоинства и недостатки концепции Value Based Management

Достоинства	Недостатки
<p>Может использоваться и внутри компании, будет понятна и внешним пользователям</p>	<p>Различные виды показателей и техники их расчета усложняют задание</p>
<p>Является хорошим инструментом сравнения, например, в процессе бенчмаркинга (сравнения эффективности)</p>	<p>Относительная неточность для малого бизнеса из-за сложности прогнозирования стоимости (денежных потоков)</p>
<p>Имеет положительный эффект для анализа распределения ресурсов, позволяет лучше понять различие между инвестициями, создающими стоимость и не создающими стоимость</p>	<p>Управленческие издержки по внедрению системы в практику управления предприятием</p>
<p>Является очень важным и эффективным инструментом для анализа стратегии компании</p>	<p>Определенная степень сложности при производстве математических расчетов</p>
<p>При использовании оказывает положительный эффект на финансовый результат</p>	<p>Сложность перевода показателей бухгалтерского учета, в показатели, имеющие экономический смысл</p>
<p>Рассматривается как очень полезный инструмент, чтобы помочь менеджменту компании сфокусироваться на факторах, создающих стоимость и позволяет создать более высокую финансовую стоимость</p>	<p>Техническая сложность измерения некоторых показателей.</p>

Несколько лет назад новую философию управления стали использовать и крупные российские компании, которые хотели соответствовать требованиям западного инвестора

Так, компания «Вимм-Билль-Данн - Продукты питания» это помогло удачно разместить свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже. В страховой компании РОСНО принципы ценностно-ориентированного менеджмента стали применяться, когда она перешла под контроль немецкой группы Allianz. К использованию этой методологии начинают приступать и крупные компании с государственным капиталом, такие как ОАО "Роснефть", ОАО "Российские железные дороги".