

1. Концептуальные модели и факторы создания стоимости предприятия (бизнеса)

- 1.1. Понятие ценностно-ориентированного менеджмента
- 1.2. Система стоимостных показателей (4 группы) и их характеристика
- 1.3. Декомпозиция факторов стоимости
- 1.4. Ключевые характеристики, влияющие на возможность создания стоимости компании

1.1 Понятие ценностно-ориентированного менеджмента

По мере того как **целью бизнеса становится создание** (увеличение) **СТОИМОСТИ** на основе удовлетворения интересов потребителей (и собственников), финансовый **менеджмент преобразуется в ценностно-ориентированный**.

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*
- *инвестиционной* деятельностью компании.

Ценностно-ориентированный менеджмент - это комплексный подход к управлению компанией, нацеленный на :

- 1) Увеличение стоимости компании - для акционеров (*определяет фундаментальную стоимость бизнеса*);
- 2) Создание ценностей - для потребителей (*определяет рыночную стоимость бизнеса*).

«Главная задача бизнеса - приобретать и удерживать потребителей» (П. Друкер)

Успешное решение главной задачи: умение предвидеть и реагировать на нужды потребителей, обеспечивает бизнесу возможность получения устойчивого денежного потока, и, следовательно, позволяет **увеличивать фундаментальную и рыночную стоимость компании**.

Ценностно-ориентированный менеджмент предполагает **«ВЫБОР ПРИОРИТЕТОВ ПО КРИТЕРИЮ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ**, переориентацию системы планирования, **ОЦЕНКИ РЕЗУЛЬТАТОВ** деятельности и **МАТЕРИАЛЬНОГО ПООЩРЕНИЯ** на **показатели СТОИМОСТИ**.

1.2. Система стоимостных показателей (4 группы) и их характеристика

СИСТЕМА СТОИМОСТНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

- ▶ **1. Рыночная стоимость акций и их курсовая динамика:** используются в качестве ЦЕЛЕВЫХ НОРМАТИВОВ создания стоимости (для компаний, акции которых котируются на рынке)
- ▶ **2. Фундаментальная стоимость бизнеса,** рассчитанная на основе дисконтированных денежных потоков. Показатели, основанные на фундаментальной стоимости, используются в качестве ЦЕЛЕВЫХ НОРМАТИВОВ создания стоимости для любых компаний и их подразделений, а также для оценки альтернативных стратегий развития бизнеса и инвестиционных проектов
- ▶ **3. Первичные факторы создания стоимости и индикаторы создания стоимости:** используются в качестве ЦЕЛЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ для планирования и оценки краткосрочных и среднесрочных результатов деятельности подразделений и компании
- ▶ **4. Факторы создания стоимости:** отражают эффективность рыночной, операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Используются для мотивации персонала, при разработке и оценке эффективности стратегии развития подразделений и компании.

- ▶ Под **стоимостью бизнеса** понимается инвестиционная или внутренняя оценка будущих денежных выгод владельцев капитала с учетом риска их вложений.
- ▶ Традиционно **стоимость бизнеса** определяется как приведенная к выбранному моменту времени оценка будущих денежных потоков, доступных владельцам капитала компании на рассматриваемом временном горизонте.
- ▶ При этом используется **метод дисконтированных денежных потоков** (Discounted Cash Flow, **DCF**), в основе метода которого лежат концепции временной стоимости денег и связи риска с доходностью:
- ▶ **Стоимость денег сегодня = Деньги в будущем / (1 + Ставка процента)^{период вложений}**
- ▶ **Фундаментальная стоимость** (Fundamental Value) – расчетная оценка, отражающая выгоды владения активами и всем капиталом компании (собственным и заемным) для обезличенного рыночного инвестора. Как правило, эта оценка формируется на базе общедоступной на рынке информации.

- ▶ **Рыночная стоимость** (Market Value) – обобщенный термин, альтернативный бухгалтерскому (учетному) взгляде на компанию.
- ▶ Акцентирование на выгодах, получаемых отдельными заинтересованными лицами, привело к возникновению понятия **справедливой рыночной стоимости** (Fair Market Value).
- ▶ **Инвестиционная стоимость** – расчетная оценка выгод, которая делается под конкретного инвестора на основе доступной для него информации (часто скрытой от широкого доступа). Расчет производится на базе прогнозов денежных выгод покупателя и оценке его инвестиционных рисков.
- ▶ **Внутренняя стоимость** (Intrinsic Value) – расчетная оценка выгод существующего собственника компании, которая делается на основе всей имеющейся информации, т.е. с учетом влияния фундаментальных и нефундаментальных факторов создания выгод (стоимости).

Первичные факторы стоимости бизнеса

структурообразующая основа ценностно-ориентированного менеджмента

- 1) Рентабельность инвестиционного капитала (зависит от эффективности рыночной, операционной и инвестиционной деятельности)

$$ROIC = ROS_{NO} \times k_{IC} = (1 - ME - ZE - AE - RE + ROS_{FR}) \times (1 - t_e) \times T_c / (P_{FA} + P_{WC})$$

где ROS_{NO} — чистая операционная рентабельность продаж;

k_{IC} — коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала; ME, ZE, AE, RE — соответственно показатели материалоемкости, зарплатоемкости, амортизациеёмкости, прочей ресурсоемкости;

ROS_{FR} — рентабельность прочей деятельности (без процентов к уплате), определяемая как отношение прочего финансового результата к выручке;

t_e — эффективная ставка налога на прибыль;

P_{FA}, P_{WC} — период оборота внеоборотных активов и оборотного капитала;

T_c — длительность календарного периода.

- 2) Средневзвешенная стоимость капитала (зависит от финансовой активности в области привлечения заемного капитала)

$$WACC = d_E \times k_E + d_D \times k_D \times (1 - t_e),$$

где d_E, d_D — удельный вес собственного и заемного капитала в инвестированном капитале соответственно; k_E, k_D — стоимость собственного и заемного капитала как источников капитала соответственно.

Первичные факторы стоимости бизнеса

структурообразующая основа ценностно-ориентированного менеджмента

- ▶ 3) Устойчивый темп роста инвестированного капитала (зависит от инновационной, инвестиционной и финансовой активности)

3.1 Четырехфакторная модель уравнения устойчивого темпа роста:

- ▶ $SG = \Delta E/E = RP/E = NA/E \times TR/NA \times NP/TR \times RP/NP = M \times k_{NA} \times ROS_N \times k_K$,

где ΔE – прирост собственного капитала, обусловленный капитализацией прибыли;

E – собственный капитал;

RP – нераспределенная прибыль;

NA – чистые активы равны инвестированному капиталу (IC)

TR – выручка;

NP – чистая прибыль;

M – мультипликатор собственного капитала;

k_{NA} – коэффициент оборачиваемости чистых активов;

ROS_N – чистая рентабельность продаж (чистая маржа);

k_K – коэффициент капитализации прибыли.

3.2. Четырехфакторная модель фактического темпа прироста инвестированного капитала:

$$T_{IC} = \Delta IC/IC = \Delta IC/RP \times TR/IC \times NP/TR \times RP/NP = \Delta M \times k_{IC} \times ROS \times k_K,$$

Фактический темп роста будет превышать устойчивый, если на каждый рубль капитализированной прибыли будет сформировано больше инвестированного капитала, чем было сформировано инвестированного капитала на весь собственный капитал:

$$T_{IC} / SG = \Delta M / M = (\Delta IC/RP) / (NA/E)$$

Индикаторы создания стоимости абсолютные и относительные

результаты компании в создании стоимости

- ▶ 1) Экономическая прибыль: $EP = Ic \times (ROIC - WACC)$,
где Ic – инвестированный капитал (чистые активы); $ROIC$ – рентабельность инвестированного капитала, рассчитываемая как отношение чистой операционной прибыли к величине инвестированного капитала;
 $WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала.
- ▶ 2) Экономическая добавленная стоимость: $EVA = NOPAT_c - WACC \times IC_c$,
где $NOPAT_c$, IC_c – скорректированное на устранение бухгалтерских искажений значение чистой операционной прибыли и инвестированного капитала соответственно
- ▶ 3) Денежная добавленная стоимость: $CVAc = CF_c - WACC \times IC_c$,
где CF_c – скорректированный денежный поток от операционной деятельности.
- ▶ 4) Добавленная акционерная стоимость: $SVA = FCF_d + V_{ICl} - V_{ICo}$,
где FCF_d – приведенный чистый денежный поток от операционной деятельности, рассчитываемый как разница между денежным потоком от операционной деятельности и приростом инвестированного капитала;
 V_{IC} , V_{IC} – приведенные значения фундаментальной стоимости инвестированного капитала на конец и начало периода соответственно.
- ▶ 5) Общая доходность бизнеса: $TBR = (DIV + AV_F) / VEO$
где DIV – величина выплачиваемых дивидендов
- ▶ 6) СПРЭД эффективности: $spread = ROIC - WACC$

Факторы стоимости бизнеса

Внешние	Внутренние	
<p>1. Макроэкономические (темпы роста ВВП, инфляции; уровень процентных ставок, безработицы, валютный курс, налоговая нагрузка, политич. стабильность)</p>	<p>Финансовые (ретро)</p>	<p>Нефинансовые (прогнозирование стоимости)</p>
	<p>1.Первичные, вторичные и т.д</p>	<p>1.Удовлетворенность клиентов(узнаваемость бренда, стабильность клиентов, доля новых и «потерянных» покупателей, рыночная доля компании, информированность покупателей)</p>
<p>2. Региональные (потенциал, инвестиц. риск, инфраструктура)</p>	<p>2.Показатели созданной стоимости</p>	<p>2.Удовлетворенность персонала (уровень проф. подготовки, мотивация, стабильность кадров)</p>
<p>3. Отраслевые (тенденции развития, изменения в технологии, производительность, ресурсоёмкость)</p>	<p>2.1Абсолютные (фундаментальная стоимость Свободный денежный поток, добавленная стоимость и т.д.)</p>	<p>3. Показатели бизнес-процессов (скорость обработки заказов; время выполнения заказов; процент потерь от брака; материалоёмкость, трудоёмкость и энергоёмкость продукции)</p>
<p>4. Рыночные (ёмкость рынка, конъюнктура рынка, динамика цен, входные и выходные барьеры, интенсивность конкуренции, рыночная власть, дифференциация продукции конкурентов)</p>	<p>2.2Относительные (маржа экономической прибыли, общая доходность бизнеса, спрэд эффективности, и т.д.)</p>	<p>4. Показатели корпоративного управления (организационная, управленческая и финансовая структура компании, прозрачность компании, структура собственности и контроля, состав управляющих органов, внутренние механизмы корпоративного управления)</p>

Соотнесение внутренних финансовых и нефинансовых факторов и показателей стоимости с уровнями управления компании и ее подразделениями

- ▶ 1. Институциональный (верхний) уровень - формируются стратегии бизнеса, разрабатываются долгосрочные программы, принимаются решения, касающиеся взаимодействия организации с внешней средой (конкурентами, поставщиками, потребителями, банками, государством)
- ▶ 2. Управленческий (средний) уровень - взаимодействие с руководителями верхнего звена в процессе принятия решений, разработка проектов и экспертиза принятых решений, трансформация принятых решений в конкретные задания руководителям нижнего звена, координация и контроль их деятельности.
- ▶ 3. Технический (нижний) уровень - выполнение бизнес-процессов и обеспечение использования имеющихся материальных, нематериальных, трудовых ресурсов.

По функциональной горизонтали индикаторы контроля эффективности управления стоимостью бизнеса группируются с учетом функциональных областей: маркетинга, финансов, инноваций, производства.

Контролируемые показатели стоимости бизнеса на различных уровнях управления

Институциональный	Управленческий	Технический
1. Фундаментальная стоимость бизнеса	1.Первичные: рентабельность инвестированного капитала (ИК), средневзвешенная стоимость ИК и темп роста инвестированного капитала	1.Объем производства; нормы расхода сырья и материалов, материалоёмкость, зарплатоёмкость, энергоёмкость, амортизациеёмкость, прочая ресурсоёмкость продукции
2. Добавленная стоимость	2.Объем пр-ва и продаж, соотношение темпов роста ёмкости рынка и объема продаж	2. Коэффициенты производственных, управленческих и коммерч. расходов
3. Свободный денежный поток	3.Прибыль от продаж по видам деят., регионам, сегментам Темп роста показателей прибыли	3. ПТ и ее темп роста
4. Общая доходность бизнеса	4. Рыночная доля компании на обслуживаемых рынках	4. Показатели использования мощностей, доля оборудования в ремонте, время непроизводительных простоев
	5. Индикаторы эфф-ти инвестиций, индикаторы эффективности использования интеллектуального капитала	5. Период оборота и затраты на хранение запасов, длит-ть производств.цикла
	6. Период оборота внеоборотных активов, период оборота оборотного капитала	6.Процент потерь от брака, простоев, не-
	7. Пок-ли удовлетворённости и «сохранности» клиентов	сохранности активов, уровень контроля качества, стабильность произв.процесса
	8. Уд. вес затрат на переподготовку персонала, текучесть Производительность труда, средняя ЗП и её темп роста	7. Уровень качества продукции
	9. Налоговая нагрузка	

Стадии реализации концепции ценностно-ориентированного менеджмента и внедрения факторов стоимости в практическую деятельность компании

- ▶ **1. Декомпозиция первичных факторов стоимости**, отражающая связи элементов бизнеса с процессом создания стоимости. Формирование моделей первичных, вторичных и т.д. финансовых факторов стоимости, обеспечивающих возможность комплексно анализировать цепочку создания бизнесом стоимости и обосновывать решения её максимизации. Анализ ситуации с созданием стоимости в прошлом, выявление факторов, негативно повлиявших на стоимость и определение направлений финансовой политики.
- ▶ **2. Разработка финансовой модели организации**, ориентированной на оценку стратегических решений и на основе прогноза показателей финансовой отчетности и расчета фундаментальной стоимости бизнеса. Оценка эластичности стоимости бизнеса к изменениям факторов стоимости и установление приоритетов (факторов, влияние которых на стоимость наиболее существенно). Разработка алгоритма оценки вклада каждого подразделения в создание стоимости бизнеса.
- ▶ **3. Институционализация**, то есть включение факторов стоимости и показателей их определяющих в систему планирования, оценки работы компании и обоснования управленческих решений.

1.3. Декомпозиция факторов стоимости

- ▶ В методологии ценностно-ориентированного менеджмента ключевое значение имеют СХЕМЫ декомпозиции факторов стоимости, выступающих структурообразующей основой для анализа процесса создания стоимости и разработки финансовой политики компании.
- ▶ **Требования, предъявляемые к составлению СХЕМ декомпозиции факторов стоимости**
- ▶ 1. Комплексно характеризовать **всю цепочку создания стоимости** (рыночную, операционную, инвестиционную и финансовую деятельность) и определять рычаги воздействия на стоимость
- ▶ 2. Включать **несколько уровней** декомпозиции и **оптимальное** количество показателей, которые можно дезагрегировать и довести до подразделений как ЦЕЛЕВЫЕ ориентиры
- ▶ 3. Учитывать **нефинансовые**, опережающие индикаторы, влияющие на факторы стоимости и обеспечивающие возможность принятия своевременных управленческих решений

Схема декомпозиции рентабельности инвестированного капитала

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ИНВЕСТИРОВАННОГО КАПИТАЛА				Пер- вый уро- вень
Чистая операционная рентабельность продаж		Оборачиваемость инвестированного капитала		
Материалоёмкость	Коэффициент производственных расходов	Период оборота внеоборотных активов		В Т О Р О Й
Зарплатоёмкость	Коэффициент управленческих расходов			
Амортизациеёмкость	Коэффициент коммерческих расходов			
Прочая ресурсоёмкость		Период оборота оборотного капитала		уро- вень
Рентабельность прочей деятельности				
Эффективная ставка налога на прибыль				
Реальная материалоёмкость	Средняя норма амортизации	Период оборота элементов внеоборотных активов		Тре- тий уро- вень
Относительный индекс цен	Амортизацияотдача			
Средняя заработная плата	Общая ресурсоёмкость	Период оборота элементов оборотного капитала		
Производительность труда	Удельный вес прочих расходов			

Схема декомпозиции средневзвешенной стоимости капитала

Средневзвешенная стоимость капитала					Первый уровень декомпозиции
Стоимость собственного капитала	Удельный вес собственного капитала	Эффективная ставка налога на прибыль	Удельный вес заемного капитала	Стоимость заемного капитала	
Безрисковая доходность				Безрисковая доходность	В Т О Р О Й уровень декомпозиции
Рыночная премия за риск					
Отраслевой коэффициент бета				Банковский спрэд	
Операционный риск					
Финансовый риск					

Схема декомпозиции устойчивого темпа роста

Устойчивый темп роста инвестированного капитала						Первый уровень декомпозиции
Мультипликатор собственного капитала	Коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала	Чистая маржа			Коэффициент капитализации	Второй уровень декомпозиции
		Чистая рентабельность продаж	Рентабельность прочей деятельности	Коэффициент процентного бремени		
Мультипликатор собственного капитала	Коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала				Коэффициент капитализации	

Возможности, предоставляемые основными декомпозиционными показателями, определяющими структуру ценностно-ориентированного менеджмента

- ▶ Отслеживание в динамике направлений изменения стоимости компании;
- ▶ Постоянный контроль общепринятых и понятных собственникам, инвесторам и персоналу показателей эффективности работы компании;
- ▶ Выявление факторов и определение величины их влияния на изменение стоимости компании
- ▶ Установление приоритетности влияния факторов
- ▶ Определение направлений для первоочередного обеспечения ресурсами
- ▶ Обоснование оперативных и стратегических финансовых решений, позволяющих **ПОВЫСИТЬ** стоимость компании.