



## УПРАВЛЕНИЕ

УДК 005.521

### МОДЕЛЬ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КАК ИННОВАЦИОННЫЙ ПОДХОД К СТРАТЕГИЯМ СОВРЕМЕННЫХ ФИРМ В РОССИИ

Л.Н. Леванова

Саратовский государственный университет,  
кафедра менеджмента и маркетинга  
E-mail: LLevan@mail.ru

Статья посвящена инновационному подходу к целевой функции фирмы – модели управления стоимостью компании. Предполагается, что управленческие решения, стратегии и проекты менеджмент должен осуществлять исходя из критерия роста благосостояния акционеров компании. Анализируется методика принятия стратегии, подчеркивается роль прогнозирования денежных потоков, процесса их дисконтирования, формирования стоимости капитала фирмы, связь капитализации компании и ее рыночной власти.

**Ключевые слова:** модель управления стоимостью, капитализация компании, модель оценки корпорации, ценностно-ориентированный менеджмент, экономическая добавленная стоимость.

#### Value Based Management as Innovative Principle of Firm Strategies in Russia

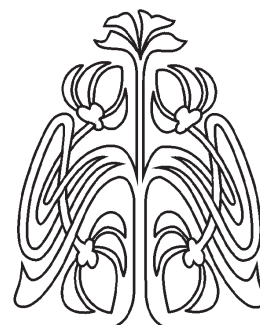
L.N. Levanova

The paper is about innovative principle of firm purpose function – value based management. The criterium of undertaking management decisions, strategies and projects is the growth of the stakeholders wealth. The methods of undertaking management decisions, the role of the cash flows prognostication, discounting process, the creation of the firm cost capital, connection of company capitalization and market power are considered in this paper.

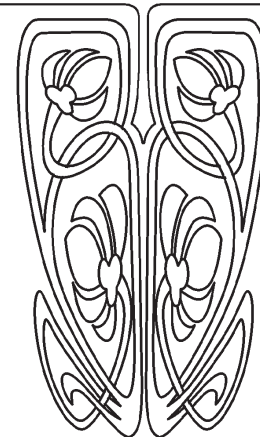
**Key words:** value based management, capitalization of company, corporate valuation model, value-based management, economic value added.

На протяжении развития рыночных условий функционирования фирм в западных странах в теории управления фирмой наблюдалась трансформация целевых установок фирмы и менялась модель главной ее целевой функции. В рамках теории выделялись такие модели целевой функции фирмы, как модель максимизации прибыли, минимизации операционных и трансакционных издержек, модель максимизации объемов продаж – модель роста, модель максимизации темпов роста выручки предприятия, модель обеспечения конкурентных преимуществ, а также модель максимизации добавленной стоимости.

В соответствии с приведенными целевыми установками менеджеры фирм определяли и разрабатывали стратегии и тактики их реализации. Так, например, длительное время в системе отсутствия рыночных принципов управления ценообразование отечественных предприятий характеризовалось затратным подходом. И даже при смене системной парадигмы и целевых установок современных фирм до сих пор на ряде предприятий наблюдается отсутствие какой-либо долгосрочной стратегии ценообразования, а в основе расчета цен продолжают лежать затратные принципы. Но ведь основным и общим свойством всех затратных методов являются практически полное отсутствие учета влияния рыночных факторов на формирование цены, за исключением цен на ресурсы, а также абсолютная зависимость цены от запланированного объема продаж, который изначально считается не подверженным коле-



НАУЧНЫЙ  
ОТДЕЛ





баниям. То есть в основе такого ценообразования лежит концепция, полностью противоположная рыночному ценообразованию и закону спроса, где объем спроса на товар, а следовательно, и объем продаж фирмы зависит от цены и чувствительности потребителей к ее уровню, а также от чувствительности потребителей к изменениям этого уровня.

К сожалению, затратные принципы, модели максимизации прибыли и минимизации текущих издержек лежат в основе принятия инвестиционных и инновационных решений. Данные модели могут лежать в основе целевых установок фирм короткого периода, а базирующиеся на них стратегии зачастую ослабляют долгосрочные позиции компании в связи с недостаточным использованием рыночных возможностей и близорукого прогнозирования развития компании.

Таким образом, современному отечественному менеджменту при разработке различных типов стратегий развития компаний следует руководствоваться принципами, лежащими в основе современного корпоративного управления в западных странах, а именно принципами управления стоимостью компании (value based management – VBM). Модель VBM «представляет собой систему новых принципов финансового анализа, нацеленную на выявление изменений в инвестиционной стоимости компании независимо от формы ее собственности (открытая и закрытая) путем оценки созданной за год экономической прибыли»<sup>1</sup>.

В последние десять лет среди экономистов США, Европы и Японии получила приоритетное развитие теория, в соответствии с которой целью функционирования предприятия является благосостояние его владельцев, непосредственно связанное с капитализацией компании<sup>2</sup>. То есть инвесторы приобретают акции корпорации, становясь ее акционерами, в надежде получить высокую отдачу от своих вложений и не подвергать себя чрезмерному риску. Формой отдачи от инвестиций и индикатором рискованности стратегии фирмы и ее менеджмента являются объем дивидендов, выплачиваемый акционерам, и рост цены акций, который, в свою очередь, связан с последним. Следовательно, современный менеджмент компаний должен проводить политику, предпринимать инвестиционные, инновационные и маркетинговые, включая и ценообразование, стратегии, результатом которых является повышение благосостояния акционеров, повышение рыночной стоимости компании или рост ее капитализации, то есть, другими словами, каждая стратегия должна быть «пропитана» анализом стоимости.

Концепция управления стоимостью становится сейчас предметом исследования и современных отечественных экономистов. Одни рассматривают ее как инновацию современного управления, другие подвергают критике. Так, по мнению одних ученых модель VBM является

аналитической инновацией, так как вводит новые критерии оценки результата функционирования компании и эффективности ее менеджмента. Инновационным является оценка созданных прибылей, рассчитанных традиционным бухгалтерским способом, через призму рисков, а также сопоставление с требуемой за риск доходностью или затратами на капитал.

Основой критики модели VBM являются результаты распределения собственности и доходов от нее в современной России. Критике подвергается то, что анализируемая модель фирмы является синтезом моделей, рассматриваемых в генезисе подходов к главной целевой функции фирмы, в силу которого происходит гармонизация экономических интересов основных субъектов, связанных с деятельностью фирмы: рост благосостояния собственников сопровождается ростом заработных плат работников, вознаграждений менеджеров, поступлением налогов в государственный бюджет, а также повышением удовлетворения и развитием потребностей у потребителей. В качестве аргумента нарушения гармонизации Е.И. Серединский выделяет при существующем экономическом росте усиление итак чрезмерного социального неравенства в обществе. По его мнению, имеющийся в последние годы экономический рост и капитализация предприятий страны позитивно отражается лишь на доходах наиболее богатых россиян, а самая бедная часть российского населения в связи с инфляцией испытывает все большие трудности<sup>3</sup>. Кроме того, подчеркивается, что рыночная капитализация может как превышать капитализацию – рыночная капитализация экономики США почти в пять раз больше реального уровня, – так и быть меньше в несколько раз – среднее российское предприятие по сравнению с аналогичным западным сегодня недокапитализировано в рыночном смысле примерно в 40 раз<sup>4</sup>.

На наш взгляд, в данном случае критике подлежит не сама модель, а результаты трансформации собственности и результаты трансформации экономической системы в целом. Представляется не совсем правильным сопоставлять принципы анализа эффективности управления корпорациями с последствиями недостаточного количества эффективно функционирующих компаний во всех отраслях страны с высокой концентрацией собственности в одних руках, отрицательно оцениваемой обществом в качестве результатов приватизации, с неэффективным механизмом перераспределения первичных доходов в стране, напрямую связанным с функционированием государственных органов управления. В компаниях, чья капитализация оценивается рынком высоко, наблюдается достаточно высокий уровень заработных плат работников и менеджеров, а также значительные поступления налогов в государственный бюджет. Другое дело, что таких компаний в национальной экономике страны мало, и все



они в основном сосредоточены в энергетическом комплексе. Данная гармонизация может нарушаться в случае невыполнения менеджментом контрактных отношений, например, с работниками или государством, что является неправомерным и подлежит административному и уголовному наказанию. В отсутствие таких нарушений требования всех стейкхолдеров<sup>5</sup> компании должны удовлетворяться в полной мере.

Что касается расхождения капитализации и рыночной капитализации, то это связано в основном с ролью нематериальных активов в формировании стоимости современных компаний, которые только в незначительной степени отражены в бухгалтерской отчетности. Ведь в современной экономике, где интеллектуальный капитал играет важнейшую роль в стоимости компании, потенциал компании похож на айсберг, лишь 10% которого возвышается над водой, остальные 90% – интеллектуальный капитал корпорации – находятся под водой и скрыты от взглядов бухгалтеров, финансовых аналитиков и самих руководителей.

Кроме того, заметим, что модель интегрирует цели и задачи различных подразделений корпораций, а показатель рыночной стоимости обладает более глубоким потенциалом роста, нежели максимизация прибыли и минимизация издержек. Ведь капитализация фирмы может осуществляться за счет капитализации имиджа и бренда, за счет особенной организационной культуры, слияний и поглощений. Кроме того, модель посредством процессов дисконтирования приводит в соответствие текущие и перспективные цели развития компании, сегодняшние стратегии с будущими их результатами и влиянием данных результатов на текущую и будущую капитализацию компании.

Корпоративные активы, которые менеджмент должен использовать с целью капитализации в своих стратегиях, делятся на операционные и неоперационные. Операционные активы, необходимые для ведения бизнеса, в свою очередь, делятся на установленные, действующие активы и опционы роста, развития. Действующие активы включают основные фонды: землю, здания, машины и оборудование; оборотные активы, прежде всего денежные средства в кассе, материально-производственные запасы и дебиторскую задолженность, а также нематериальные активы, такие как патенты, лицензии, сформировавшийся набор клиентов, репутацию, ноу-хау. Опционы – это возможности расширения и преобразования бизнеса, которые возникают из текущих представлений фирмы о ее деятельности, ее опыта и других ресурсов. И действующие активы, и опционы компании должны обеспечивать возможности получать потоки денежных средств и наращивать их с течением времени.

Следовательно, стоимостное мышление в определенных условиях заставляет выделять ключевые факторы стоимости и в соответствии

с этим определять первоочередные стратегии, изменяющие стоимость компании, принимать те или иные управленческие решения. Кроме того, заметим, что в мировой практике анализа динамики стоимости корпораций выделяются временные интервалы роста, в соответствии с которыми в более длительных периодах времени динамика стоимости носит нелинейный характер. В силу такой нелинейности необходимо определять краткосрочные и долгосрочные факторы роста, изменение количественных и качественных составляющих роста, определять временную силу влияния стратегических решений менеджмента и силу влияния конъюнктурной или отраслевой составляющей.

Таким образом, современные стратегические решения менеджмента должны основываться не на величинах выручки, затрат и прибыли, отражаемых в бухгалтерских отчетах, а на дисконтированных денежных потоках, создаваемых активами компании. А приведенное значение всех свободных денежных потоков, которые менеджмент может создать в будущем благодаря предпринимаемым стратегиям, дисконтированных по средневзвешенной стоимости капитала WACC, и есть стоимость операций или стратегий фирмы<sup>6</sup>:

$$\text{Стоимость операций } \text{Vop} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCF}_t}{(1 + \text{WACC})^t},$$

где свободный денежный поток (free cash flow –  $\text{FCF}_t$ ) определяется как чистая операционная прибыль после налогообложения  $\text{NOPAT}_t$ , скорректированная на чистые инвестиции в момент времени  $t$ <sup>7</sup>. То есть, другими словами, анализ роста и развития компании должен из координат «выручка – бухгалтерская прибыль» перейти в координаты «экономическая добавленная стоимость – рыночная добавленная стоимость».

Как видно, величины свободных денежных потоков являются более сложными экономическими показателями эффективности стратегии компании, нежели показатели прибыли, но, тем не менее, в основе их лежит способность компании создавать прибыль от операционной деятельности (ЕВІТ), которая непосредственно связана с управлением операционными активами. Очевидно, что если менеджер может создать определенное количество прибыли и денежный поток при относительно небольших вложениях в операционные активы, это сократит количество капитала, которое должны вложить инвесторы, и таким образом повысит рентабельность их инвестиций. Но в расчете свободного денежного потока участвует не величина ЕВІТ, а чистая операционная прибыль после налогообложения (NOPAT)<sup>8</sup>.

Большая часть капитала, используемого в бизнесе, предоставляется инвесторами – акцио-



нерами, владельцами облигаций и кредиторами, которым необходимо платить дивиденды и проценты. И если активы компании будут неоправданно высокими по сравнению с потребностями в операционной деятельности, ее затраты на капитал будут также неоправданно высокими. Но ведь ресурсы создаются и в результате обычной операционной деятельности фирмы, следовательно, можно вычислить величину оборотного капитала, предоставленного инвесторами, а также величину общего операционного капитала, а соответственно величину чистых инвестиций<sup>9</sup>.

Таким образом, свободный денежный поток представляет собой поток денег, действительно доступный для распределения между инвесторами после того, как компания осуществила все инвестиции в основные средства и оборотный капитал, необходимые для поддержания ее операционной деятельности и предпринимаемых стратегий. Она может его использовать на выплату процентов по кредитам, погашать долг, выплачивать дивиденды акционерам, выкупать акции у акционеров, вкладывать средства в ликвидные ценные бумаги или другие неоперационные активы. И если FCF оказался отрицательным, это говорит о том, что инвесторы не только ничего не получили, но и должны предоставить дополнительные средства для финансирования операционной деятельности компании и стратегий менеджеров.

Часто отрицательный свободный денежный поток наблюдается у молодых, растущих компаний, требующих для своего роста изначально вложений инвесторов. Чистая прибыль от операций после налогообложения (NOPAT), являясь положительной, может на ранних этапах развития и не покрывать пока дополнительный капитал. А чистая прибыль может реинвестироваться в фирму, но позднее свободные денежные потоки должны стать положительными, так как компания должна начать выплачивать дивиденды и погашать долги. Следовательно, с целью увеличения свободных денежных потоков в будущем менеджмент должен выявить основные факторы и движущие силы их формирования, разработать систему мер и стратегий с целью повышения стоимости компании, что означает приобретение менеджментом ценностно-ориентированной направленности.

Заметим, что капитализация компании и благосостояние собственников непосредственно связаны со стоимостью капитала, участвующей в процессе дисконтирования свободных денежных потоков. Ведь доходы, которые предполагают получить инвесторы, это стоимость пользования их капиталом для менеджмента (cost of capital), зависящая от степени риска стратегий и проектов, которые он осуществляет. Большинство фирм используют различные виды или составляющие капитала: обыкновенные и привилегированные акции, заемные средства (краткосрочный и долгосрочный долг). И соответствующий требуемый

инвесторами уровень доходности каждой составляющей капитала фирмы (cost of component), то есть стоимость составляющей капитала, используется в расчете средневзвешенного значения стоимости капитала (weighted average cost of capital – WACC):

$$WACC = w_d \cdot k_d(1 - t) + w_{PS} \cdot k_{PS} + w_S \cdot k_S^{10},$$

где  $w_d, w_B, w_S$  – соответственно доли заемных средств, привилегированных акций и обыкновенных акций в структуре капитала фирмы.

Для каждой фирмы существует оптимальная структура капитала, которая показывает, какую долю финансирования фирма должна привлекать в форме заемного капитала, привилегированных и обыкновенных акций, чтобы создавать стоимость для своих акционеров. Следовательно, фирма, заботящаяся о своей стоимости, должна определить свою целевую структуру капитала. И именно целевые пропорции заемного капитала, капитала привилегированных и обыкновенных акций используются для вычисления средневзвешенной стоимости капитала фирмы, и WACC – это средневзвешенная стоимость каждой вновь привлекаемой или предельной единицы капитала, с которой на каждом этапе проведения стратегии или осуществления проекта компания сопоставляет показатель рентабельности капитала.

Заметим, что, по мнению ряда исследователей<sup>11</sup>, в экономике, находящейся в состоянии равновесия, применение WACC в качестве ставки дисконтирования денежных потоков является разумным лишь для стабильных крупных компаний, которые привлекают свой капитал на ликвидных конкурентных рынках капитала. Молодые же растущие компании, реинвестирующие большинство своих денежных потоков в развитие своего бизнеса, зачастую закрытые и слабо связаны или плохо сопоставимы с публичными рынками капитала, на которых можно узнать значение коэффициента бета, среднеотраслевую структуру капитала или среднеотраслевые затраты на капитал. Для таких компаний в качестве дисконта можно считать величину ROCE (return on capital employed) – доходность на вовлеченный капитал, рассчитываемый как NOPAT / вовлеченный капитал.

Данный подход к выбору стратегии наталкивает на вывод, что объемы прибыли и денежного потока могут существенно различаться. И это важное различие должно лежать в основе принятия или отклонения той или иной стратегии, того или иного проекта. Кроме того, менеджер для принятия проекта должен рассматривать его как инкрементальный или приростный, то есть при оценке необходимо учитывать не то, какие он принесет прибыли или убытки сам по себе, а насколько изменятся финансовые показатели фирмы



в случае его реализации по сравнению с вариантом его отклонения, как принятие данного проекта или стратегии повлияет на стоимость компании.

Допустим, компания решила осуществить ценовую стратегию в форме ценовой дискриминации или рекламную компанию для стимулирования продаж и темпа их роста. На первый взгляд, подобные стратегии захвата дополнительных рыночных ниш должны всегда приводить к росту власти и капитализации компании. Но рост продаж не всегда оказывает положительное влияние на стоимость компании. Существуют факторы, которые сокращают как NOPAT, так и увеличивают чистые инвестиции.

Предполагаемые будущие объемы продаж компании должны формировать величину ее активов: количество и стоимость станков и оборудования, материально-производственных запасов, количество занятых, сеть розничных торговых точек или сеть дистрибуции на ныне действующих рынках. Следовательно, созданию новых товаров, услуг или выходу на новые рынки обычно должны предшествовать определенные инвестиции, которые необходимо спрогнозировать заранее. Но ошибочное прогнозирование роста объемов продаж обязательно приведет к ошибочному прогнозированию потребности в капитале, следствием чего является ухудшение финансовых показателей рентабельности компании. Так, если фирма завысила объем продаж в прогнозах и инвестирует слишком много средств, больше чем нужно для производства товара для завоевания определенной рыночной доли, то она будет нести неоправданно высокие затраты на амортизацию и поддержание капитала. Если же она недооценила свой индивидуальный спрос и инвестирует недостаточно средств, то недостаток производственных мощностей и капитала может не позволить фирме производить достаточное количество продукции для завоевания все той же рыночной доли или производить более дифференцированную продукцию с отличными потребительскими свойствами, нежели продукция конкурентов. Тогда фирма не только не достигнет поставленной цели получения дополнительной рыночной доли или ниши, но может и расстаться с достижениями, завоеванными ранее.

Таким образом, практически во всех случаях подобные стратегии вызывают рост дополнительных затрат<sup>12</sup>, а также «издержек меню», которые могут уменьшать величину NOPAT и сокращать рентабельность продаж<sup>13</sup>, что приведет к сокращению приведенного значения свободных денежных потоков и уменьшит рыночную добавленную стоимость. В данном случае менеджеры должны проводить анализ безубыточности предполагаемых стратегий. С другой стороны, рост объема продаж должен всегда обеспечиваться ростом объемов производства, если это не случай затоваривания на складах. И при отсутствии свободных мощностей в компании данная ценовая стратегия

будет требовать наращивания капитала, что влияет не только на объем чистых инвестиций, но и на величину средневзвешенной стоимости капитала, отрицательно влияющей на капитализацию компании. Кроме того, увеличение капитала будет зависеть от удельной потребности в операционном капитале<sup>14</sup>. Чем ниже данный показатель, тем лучше компания обеспечивает получение той же выручки при меньших капитальных затратах. Следовательно, капитализация компании возрастет, если темп роста выручки будет превышать темп роста операционных затрат и темп роста потребности в дополнительном капитале.

Следовательно, перед принятием ценовой стратегии или рекламной компании необходимо спрогнозировать все будущие потоки свободных денежных средств, средневзвешенную стоимость капитала и доходность на вовлеченный капитал. Ведь проведенные прогнозы часто заставляют компании изменить свои планы и отказаться от предполагаемых действий в пользу стратегии сокращения затрат капитала, новых систем поставок или инновационной стратегии. Хотя в основе управленческих решений как о продуктовых, так и процессных инновациях должен лежать все тот же ценностно-ориентированный менеджмент принятия стратегий.

Так, большинство оценок вклада бренда в стоимость компании осуществляется на базе все того же дисконтированного потока будущих доходов. Например, метод отчислений за пользование торговой маркой базируется на прогнозировании объема продаж, доходов будущих периодов и определении размера платежей за использование торговой марки в соответствии с установленным процентом роялти. Поток таких платежей дисконтируется, в итоге рассчитывается чистая приведенная стоимость – стоимость бренда. В методе экономической выгоды, применяемым финансовым журналом «Financial World», сравнивается валовая прибыль компании от продаж брендированного товара или услуги с аналогичным показателем, но по небрендированным товарам, то есть в расчет принимается дополнительная выручка, получаемая от владения брендом. Далее получаемый поток дополнительной прибыли на определенный период времени дисконтируется, причем в ставке дисконта отражается риск прогнозируемых денежных потоков: чем ниже риск, тем более надежным является бренд, тем сильнее приверженность марки у потребителей. Для прогнозирования потоков доходов используется информация бухгалтерской отчетности, аппроксимиремая на 5–10 лет.

Таким образом, при принятии управленческих решений, выбора инвестиционных, инновационных стратегий, маркетинговых стратегий, стратегии ценообразования для повышения качества управления компанией с целью увеличения ее капитализации и роста благосостояния ее владельцев необходимо применять иннова-



ционные подходы в прогнозировании объемов продаж. То есть переходить уже к такой системе рыночного ценообразования, которое учитывает не только платежеспособный спрос, но и психологию потребителей в восприятии цен, их чувствительность к рыночным изменениям, восприятие потребительских характеристик товара, бренд лояльность, восприятие брендированного и небрендированного товара. Данные подходы порождают и развивают такие инновационные методики для современных российских фирм, как учет «психологии ценообразования», «параметрическое ценообразование», «регрессионный анализ в ценообразовании»<sup>15</sup>. Данный инновационный для отечественных предприятий подход в прогнозировании объемов продаж требует проведения достаточно широкого мониторинга чувствительности потребителей и прогнозирования их последующего поведения.

Для анализа такого мониторинга западной экономической наукой уже разработан ряд методов, которые успешно могут применяться и отечественными компаниями. Мониторинг цен и чувствительность потребителей для прогнозирования осуществляется с точки зрения типа исследуемых переменных, а также в зависимости от того происходит или нет вмешательство исследователя в процесс покупки<sup>16</sup>.

Если исследователь не контролирует среду, то он выступает только в качестве наблюдателя и не вмешивается в поведение потребителей. Исследователь собирает исторические данные о реальных объемах покупок из бухгалтерской отчетности, из штрих-кодов, компьютеризированных касс, может проводиться мониторинг информации о динамике покупок покупательской панели (несколько тысяч семей) – репрезентативной группы, ведущей за плату ежедневный учет своих покупок. Для прогнозирования будущих объемов продаж в данном случае строят эконометрические уравнения множественной регрессии, позволяющие оценивать значимость и степень влияния каждого фактора объема продаж посредством анализа коэффициентов чистой регрессии и построения стандартизованных моделей. Кроме того, данные выборки, сделанные по временным данным, позволяют

строить и динамические модели, включая модели временных рядов.

Часто полезнее собирать информацию о намерениях покупателей, нежели исторические данные. Это касается товаров длительного пользования: автомобилей, крупной бытовой техники, компьютеров, недвижимости, инновационных товаров. Проводятся перекрестные анкетирования (персональное интервью одной группы покупателей и опросов по телефону другой группы). Из-за особенностей в психологии покупателей и постоянного присутствия среди потребителей «незнаек», «лжетранжир», «игроков» и «искренних покупателей» вместо вопросов типа «сколько вы готовы были бы заплатить за данный товар?» необходимо опрос проводить с помощью уже заданных шкал цен, в которых потребителю предлагается диапазон цен или конкретная цена.

Данный опрос полезен для анализа риска прогнозируемого объема продаж и соответственно свободного денежного потока. Ведь различные цены необходимо предлагать различным группам покупателей, которые параллельно оценивают вероятность покупки товара по предлагаемой цене по шкале от 0 до 1, где 0 – «не куплю ни в коем случае», 1 – «куплю обязательно». Многолетний опыт подобного мониторинга иностранными фирмами позволил сформировать шкалу ответов и вероятность совершения покупок потребителями в будущем, формирующим вероятностное распределение:

- «Непременно куплю» – 0.8
- «Возможно, куплю» – 0.5
- «Может быть, куплю, а может быть, и нет» – 0.25
- «Скорее всего, не куплю» – 0.1
- «Не куплю ни в коем случае» – 0.

Далее происходит взвешивание количества ответов по соответствующим им вероятностям и для каждого уровня цены рассчитывается своя доля купивших товар. На базе полученных данных строится кривая вероятности покупок, показывающая долю покупателей, согласившихся приобрести товар при том или ином уровне цены. В результате происходит некоторая трансформация функции спроса в функцию вероятности покупок (рис. 1).

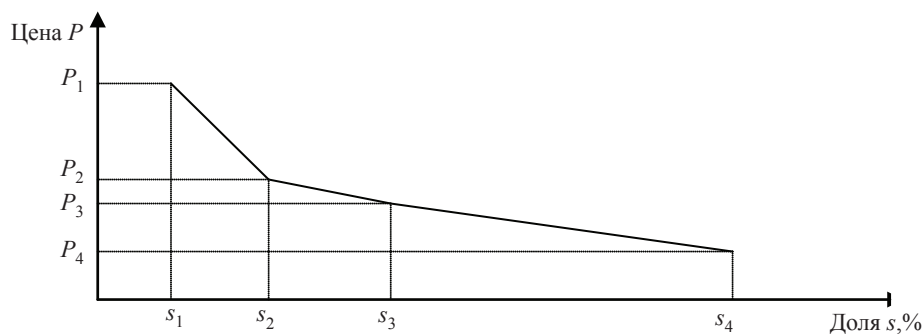


Рис. 1. Кривая вероятностных покупок



Так количество купивших при цене  $P_1$  составит:  $q_1 = \sum_{i=1}^n q_i \cdot P_i$ , тогда доля купивших по данной цене:  $s_1 = \frac{q_1}{Q_1}$ . Если, например,

из 449 ( $Q_1$ ) опрошенных 25 человек купят товар по цене  $P_1$  непременно, возможно, купят – 34, может быть, купят, а может быть нет – 66, скорее всего, не купят – 124 и точно не купят – 200 человек, то вероятностное количество продаж будет рассчитываться как  $q_1 = 25 \cdot 0.8 + 34 \cdot 0.5 + 66 \cdot 0.25 + 124 \cdot 0.1 + 200 \cdot 0 = 65$ , что составит 14.47%. Данный процент можно теперь переносить на выборку любого объема и прогнозировать объем продаж, а следовательно, и свободный денежный поток.

Аналогичный анализ можно проводить с верхними и нижними лимитами в ценах. Верхний лимит – это тот уровень цены, который кажется опрашиваемому слишком высоким, высоким настолько, что он заявляет, что с высокой вероятностью по такой цене данный товар не купит. Нижний лимит – это уровень цены, который кажется потенциальному покупателю слишком низким, чтобы можно было решиться на покупку, то есть для покупателя «такой дешевый товар является слишком низкого качества». В результате каждой группе респондентов называется только один уровень цены и фиксируется, для какой доли из них эта цена является верхним или нижним пределом. Далее строятся функции ценовой готовности к покупке (buy-response-function)<sup>17</sup>, нижние и верхние лимиты и рассчитывается их разница, отражающаяся на «кривой вероятности покупки» (рис. 2).

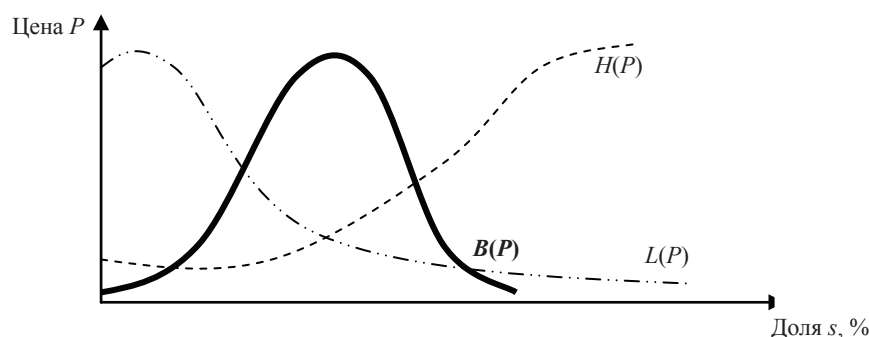


Рис. 2. Функции ценовой готовности к покупке:  $L(P)$  – доля потенциальных потребителей, которые отказались от покупки, так как цену посчитали нижним пределом;  $H(P)$  – доля потенциальных потребителей, которые отказались от покупки, так как цену посчитали верхним пределом;  $B(P) = 1 - L(P) - H(P)$  – доля потребителей, готовых купить товар при данном уровне цены

То есть точки кривой  $B(P)$  показывают, какова при различных уровнях цены доля покупателей, для которых такая цена и не слишком высокая, и не слишком низкая, то есть на какую нишу может рассчитывать компания при соответствующей цене. Таким образом, данное прогнозирование позволяет определить диапазон приемлемых цен для исследуемого продукта, а также выявить изменения в чувствительности покупателей к ценам, что позволяет определять объемы продаж и свободные денежные потоки компании.

В экспериментальном мониторинге исследователь контролирует условия покупок, изменяет переменные, влияющие на спрос, то есть манипулирует потребителем. Исследователь может варьировать как цену, так и рекламные действия, место положения товара, сервисное обслуживание и др. Кроме того, в лабораторных условиях экспериментатор может отбирать и репрезентативную группу потребителей по полу, возрасту, уровням дохода и другим показателям, отражающих генеральную совокупность. Но, к сожалению, лабораторные эксперименты дорогостоящи и отсутствуют профессиональные маркетологи, способные качественно их провести, что ограничивает пока

возможность широкого применения данных экспериментов отечественными предприятиями.

Несомненно, прогнозирование менеджерами будущих денежных потоков от предпринимаемых стратегий и проектов всегда сопряжено с некоторой неопределенностью, и вполне естественно, что ряд проектов и стратегий будут более прибыльными, чем другие, более рискованными или менее рискованными. Менеджмент перед принятием той или иной стратегии должен задаваться вопросом, стоит ли получение потенциально положительного чистого приведенного значения соответствующего риска или нет. Поэтому, помимо определения объемов инвестиций и потока денежных средств от предпринимаемых стратегий, необходимо прогнозировать риск предполагаемых потоков, учитываемый при расчете средневзвешенной стоимости капитала, по которой должны дисконтироваться потоки денежных средств.

Расчет риска требует наличия информации о вероятностном распределении потоков денежных средств. Так как автономный риск проекта связан с неопределенностью условий (ведь ключевые данные не могут быть известны с достоверностью, прогнозы объема продаж, цены продаж, объемы



инвестиций – это лишь ожидаемые значения), то их расчет основан на оценке вероятностного распределения. Распределение может быть как относительно «концентрированным», что свидетельствует о незначительном отклонении истинных значений от ожидаемых и низком риске, так и «размытым», с высокой долей неопределенности в отношении будущего значения переменной и с большей долей автономного риска проекта. Характеристики распределений – математическое ожидание, дисперсия, среднееквадратическое отклонение, а также коэффициент вариации – лежат в основе методик определения степени риска стратегий или проекта, предпринимаемых менеджментом.

Анализ чувствительности является технологией, позволяющей оценить, насколько чистое приведенное значение проекта или стратегии может измениться в ответ на изменение входной переменной, если другие параметры остаются неизменными. Он начинается с исходной, базовой ситуации, которая рассчитывается с использованием ожидаемых, наиболее вероятных значений каждой исходной переменной. Далее следует ряд вопросов: «что, если?», «что, если продажи снизятся на 5% в результате повышения цены?» или «что, если затраты изменятся или появятся издержки меню?». В результате вычисляется новое чистое приведенное значение проекта при использовании новых значений. Набор чистых приведенных значений накладывается на график, чтобы показать, насколько чувствительно чистое приведенное значение к изменению каждой из переменных. Чем круче наклон графика, тем более чувствительно чистое приведенное значение к изменению переменной. При сравнении стратегий стратегия с более крутыми линиями чувствительности считается более рискованной, так как для нее даже относительно небольшая погрешность в прогнозировании переменных приводит к значительной ошибке в определении чистой приведенной стоимости (net present value – NPV). Следовательно, анализ чувствительности может предоставить полезную информацию о рискованности проекта, хотя риск стратегии может быть уменьшен путем заключения долгосрочных контрактов на поставку продукции, например, по фиксированным ценам, за счет заключения долгосрочных контрактов на поставку сырья и комплектующих, что дает возможность контролировать стоимость затрат.

Анализ сценариев учитывает вероятностные распределения исходных данных. Анализ начинается с базового случая – набора наиболее вероятных значений исходных переменных, далее выбирается наихудший вариант событий (сценарий) и наилучший вариант событий (сценарий). Наихудший и наилучший варианты событий рассматривают с вероятностью 0.25, а базовый сценарий – с вероятностью 0.5. В действительности эти вероятности могут принимать и другие значения, но и такого

подхода бывает часто достаточно для вычисления риска стратегии. Рассчитываются NPV наихудшего, наилучшего и базового случаев результатов стратегий, на базе которых рассчитывают характеристики распределения – математическое

ожидание  $NPV = \sum_{i=1}^n P_i \cdot NPV_i$  и стандартное отклонение чистой приведенной стоимости NPV:

$$\sigma_{NPV} = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i (NPV_i - \text{Среднее значение NPV})^2},$$

а также ее коэффициент вариации:  $CV_{NPV} = \frac{\sigma_{NPV}}{\text{Среднее значение NPV}}$ .

Чем ниже стандартное отклонение, тем ниже риск предпринимаемой стратегии, чем выше коэффициент вариации, тем более рискованной является стратегия, причем последний сравнивается со «средним» коэффициентом вариации компании, что позволяет получать представление об относительной рискованности проекта или стратегии.

Анализ периода окупаемости (payback period – PP) и срока дисконтированной окупаемости (discounted payback period – DPP) дает полезную информацию не только о том, насколько долго инвестированные в проект средства будут «заморожены», и о рискованности проекта. Ведь потоки денежных средств, ожидаемых позднее, обычно более рискованны, чем потоки денежных средств в близкой перспективе. Также в качестве показателя рискованности проекта используется показатель внутренней доходности проекта (IRR – доходность проекта, при котором  $NPV = 0$ ) и индекс рентабельности (PI, равный отношению приведенной стоимости потока денежных доходов к приведенной стоимости затрат). Чем выше данные показатели, тем ниже риск предпринимаемого проекта.

Таким образом, можно сделать вывод, что любая стратегия современного менеджмента должна осуществляться в том случае, если она добавляет стоимость компании и способствует росту фирмы в координатах «выручка – капитализация». Соответствующий инновационный подход анализа потока свободных денежных средств, рискованности проекта или стратегии, ориентированный на капитализацию компании, имеет продолжение в оценке рыночной власти фирмы на соответствующем отраслевом рынке. Заметим, что в ряду показателей, измеряющих рыночную власть современных фирм, имеется показатель Тобина, названный в честь американского экономиста, впервые исследовавшего соотношение капитализации компании и восстановительной стоимости ее активов. Если данное соотношение больше единицы, то это расценивается как свидетельство получения экономической прибыли компанией, экономической добавленной





стоимости или ее капитализации, а следовательно, доказательством наличия определенной степени рыночной власти.

Ряд исследователей<sup>18</sup> установили устойчивость коэффициента Тобина во времени, что характеризует определенный сложившийся стиль и усилия менеджмента компании. Фирмы с высоким значением коэффициента обычно проводят уникальные инновационные или маркетинговые стратегии, обладают специфическими факторами производства, усиливают дифференциацию товара, проводят грамотную ценовую политику, вследствие которых как растет капитализация, так и усиливаются позиции компаний на рынке, вследствие чего увеличивается их рыночная власть.

Сегодня для большинства компаний значений коэффициента Тобина колеблются от 5 до 10. Для наукоемких фирм этот коэффициент еще больше. Так, в 1995 г., когда компания IBM поглотила Lotus, материальные активы которой оценивались в 230 млн долл., заплатив за нее 3.5 млрд долл., коэффициент Тобина достиг 15.2. Для отдельных компаний, действующих в сфере производства программного обеспечения и интернет-технологий, коэффициент Тобина может достигать нескольких сотен, что означает, что в создании стоимости компании принимают участие нематериальные и интеллектуальные активы фирмы.

В развитых странах в течение 60–70-х гг. прошлого века в среднем значение коэффициента Тобина изменялось мало и колебалось между 1 и 2.

Но с начала 80-х гг. наблюдался резкий рост данного коэффициента, который к началу XXI в. достиг величины 6–7, причем у высокотехнологичных и других наукоемких компаний его средняя величина еще выше. Таким образом, если рынок оценивает капитализацию высоко, это значит, что высоко оценивается вклад интеллектуального капитала фирмы, ее нематериальных активов, талант персонала, эффективность управления, способность менеджмента предпринимать правильные стратегии, увеличивающие свободный поток денежных средств.

Тенденции роста коэффициента Тобина проявляются и в российских компаниях с эффективным менеджментом. Так, по мнению специалистов, основным фактором капитализации «Балтики» стала стратегия создания собственной системы дистрибуции и брендовая политика, компании «Вимм-Биль-Данн» – успешная стратегия бренда и стратегия развития. «Розбизнесконсалтинг» – компания, которая занимается распространением, переработкой и сбором информации, вследствие чего обладает высоким интеллектуальным капиталом. «Вымпелком» действует в сфере телекоммуникаций и благодаря также интеллектуальному капиталу имеет высокий коэффициент Тобина (таблица). В 2003 г. капитализация компании «ЮКОС» резко отличалась от капитализации других нефтяных компаний благодаря эффективному менеджменту, выходу на международный фондовый рынок, рациональной организационной структуре, эффективному менеджменту персонала.

Коэффициент Тобина российских компаний<sup>19</sup>

Компания	Активы, млн руб. 2002 г.	Капитализация, млн руб., 2003 г.	Коэффициент Тобина
Балтика	18 505	45 762	2,5
Вимм-Биль-Данн	6100	23 760	3,9
Вымпелком	34 696	95 315	2,7
Норильский никель	221 455	352 944	1,6
Розбизнесконсалтинг	560	5550	9,9
Приморское морское пароходство	1067	2456	2,3
Северо-Западное пароходство	1613	869	0,5
Славнефть–Мегоннефтегаз	40 946	41 265	1
Сургутнефтегаз	529 260	640 667	1,2
Татнефть	139 990	76 254	0,5
Юкос	151 136	805 320	5,3
Лукойл	572 564	558 990	1
МГТС	23 578	26 666	1,1
Ростелеком	40 949	43 995	1,1
АвтоВАЗ	100 655	20 604	0,2
Газпром	2 471 197	864 120	0,3
Казанский вертолетный завод	5551	1571	0,3
КАМАЗ	58 721	6600	0,1
ЛОМО	2842	584	0,2
Электросила	3799	1889	0,5



Заметим, что у ряда известных российских компаний, например у АвтоВАЗа, коэффициент Тобина меньше 1. Это свидетельствует о неэффективном менеджменте, о том, что организационная структура и управление таковы, что они не добавляют, а убавляют капитализацию компании. Таким образом, об эффективности управления и результативности предпринимаемых стратегий в координатах капитализации можно судить и по ряду показателей рыночной власти фирм. Другой вопрос, какие именно стратегии современных российских фирм приводят к капитализации в современных условиях, каково влияние внешних условий на результативность данных стратегий и эффективность менеджмента, насколько долгосрочно заработанная капитализация и власть компаний? Данные вопросы требуют продолжения исследования.

### Примечания

- 1 *Ивашковская И.В.* Управление стоимостью компании // Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании: Сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / Под науч. ред. Т.В. Тепловой. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. С. 6.
- 2 Под капитализацией можно понимать способность актива увеличивать свою стоимость. Рыночная капитализация – это оценка капитализации рынком.
- 3 См.: *Серединский Е.И.* Критически-рефлексивный анализ методологической основы современных корпоративных финансов // Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании: Сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / Под науч. ред. Т.В. Тепловой. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. С. 146.
- 4 См.: Стенограмма заседания «круглого стола» Аналитического совета фонда «Единство во имя России» на тему «Как повысить капитализацию России» от 17 февраля 2005 г. <http://www.fondedin.ru/redirectlink88.php>.
- 5 Стейкхолдеры (по Фримену) – любая группа или индивид, которые могут влиять на деятельность организации и на которых оказывает влияние достижение организацией своих бизнес-целей.
- 6 Стоимость фирмы составляет стоимость ее операций плюс стоимость ее неоперационных активов, то есть краткосрочных вложений сверх уровня, необходимых для нормальной деятельности фирмы, вложений в подразделения, землю, которая хранится для будущего использования, и аналогичные активы. Рыночная стоимость обыкновенного собственного капитала = Стоимость компании – Долговые обязательства – Стоимость привилегированных акций. Рыночная стоимость обыкновенного собственного капитала = Балансовая стоимость обыкновенного собственного капитала + Рыночная добавленная стоимость (MVA).

- 7 *Юджин Ф. Бригхэм, Майкл С. Эрхардт* Финансовый менеджмент. 10-е изд. / Пер с англ.; Под ред. Е.А. Дорофеева. СПб.: Питер, 2005. С. 500.
- 8 NOPAT – количество прибыли, которую компания получила бы, если бы она не имела задолженности, и у нее не было бы финансовых активов.  $NOPAT = EBIT \times (1 - \text{Ставка налога})$ .
- 9 Чистый операционный оборотный капитал = Операционные оборотные активы – Операционные краткосрочные обязательства = (Денежные средства + Дебиторская задолженность + Запасы) – (Задолженность перед поставщиками, персоналом и налоговыми органами). Общий операционный капитал = Чистый оборотный капитал + Операционный долгосрочный актив. Чистые инвестиции в операционные активы = Общий операционный капитал<sub>t</sub> – Общий операционный капитал<sub>t-1</sub>.
- 10  $K_d(1 - t)$  – посленалоговая стоимость долга, равняется номинальной процентной ставке по долгу  $K_d$  за вычетом средств, сэкономленных за счет уменьшения налоговых платежей.  
 $K_{PS} = \frac{D_{PS}}{P}$  – стоимость привилегированного капитала, где  $D_{PS}$  – величина ближайшего дивиденда на привилегированную акцию,  $P$  – текущая рыночная цена акции за вычетом предельных эмиссионных затрат фирмы на выпуск одной новой акции на рынок.
- 11 См.: *Артемюков А.И.* Оценка компаний по доходному подходу – левостороннее мышление // Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании: Сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / Под науч. ред. Т.В. Тепловой. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. С. 100.
- 12 Дополнительные издержки – это издержки, увеличивающиеся или снижающиеся при изменении цен и влияющие на относительную доходность разных ценовых решений. Переменные издержки (в зависимости от объема производства) всегда являются дополнительными, постоянные же не всегда являются дополнительными (реклама, расходы на дизайн товара, меню для ресторана при изменении цен).
- 13 Рентабельность продаж:  $OP = \frac{NOPAT}{\text{Выручка}}$ .
- 14 Удельная потребность в операционном капитале  $CR = \frac{\text{Операционный капитал}}{\text{Выручка}}$ .
- 15 См.: *Герасименко В.В.* Управление ценовой политикой компании (Полный курс MBA). М.: Эксмо, 2006. С. 85.
- 16 См.: *Линсиц И.В.* Ценообразование. (Управление ценообразованием в организации). 3-е изд., перераб. и доп. М.: Экономистъ, 2006. С. 112.
- 17 *Герасименко В.В.* Указ. соч. С. 116.
- 18 См.: *Lindenberg E.B., Ross S.A.* Tobin's Ratio and Industrial Organization // J. of Business. 1981, Vol. 54. P. 76.
- 19 [www.5bullov.ru](http://www.5bullov.ru)