

## ОРИЕНТИРЫ РАЗВИТИЯ ДЛЯ РОССИЙСКИХ НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ: РОСТ СТОИМОСТИ

© 2011 И.Н. Долматова\*

**Ключевые слова:** финансовая модель анализа, стоимостной подход, стоимость непубличной компании, акционерный подход, стейкхолдерский подход, стратегические стейкхолдеры.

Предлагается обзор традиционных используемых и наиболее оптимальных подходов к управлению - на основе стоимости, а также приводится определение стоимости непубличной компании и рассматриваются основные ситуации, когда применение стоимостного подхода становится не только оправданным, но и жизненно необходимым.

Одной из наиболее характерных особенностей нашего времени является непрерывный рост конкуренции на рынках, возрастающая глобализация экономики и постоянные изменения в экономическом окружении хозяйствующих субъектов. Независимо от организационно-правовой формы, отрасли, типа рынков к бизнесу предъявляются все более жесткие требования внутренней эффективности и конкурентоспособности. Одна из первоочередных задач - определение точных и верных ориентиров развития компаний. Как известно, универсальным критерием успешности развития и достижения долгосрочных целей служит стоимость компании - интегральный показатель, охватывающий целый спектр аспектов деятельности.

Управление на основе стоимости уже давно занимает достойное и признанное место в арсенале менеджмента развитых экономик, чего, к сожалению, нельзя подтвердить в полной мере для субъектов развивающихся рынков, характеризующихся известной волатильностью и непрозрачностью. Говоря о российских компаниях, стоит отметить тот факт, что подавляющее большинство из них - непубличные, не торгующие свои акции на открытом рынке и, следовательно, не имеющие никаких предпосылок и внешних условий для того, чтобы внедрять принципы управления на основе стоимости, несмотря на их безусловную действенность и эффективность. Существует ли стоимость непубличной компании в отсутствие очевидной оценки ее рынком? Реально ли для собственников и менеджеров таких компаний понятие стоимости? Какими принципами в большинстве случаев

они руководствуются при определении ориентиров развития, а также при оценке результатов деятельности? Каковы наиболее актуальные, отвечающие сегодняшним вызовам менеджменту методы и модели управления? Эти вопросы остаются открытыми для дискуссии для отечественных исследователей и практиков бизнеса, озабоченных проблемами и особенностями развития российских компаний.

### *Традиционный подход к управлению.*

Рассмотрим основные показатели и принципы управления, которые применяют на данный момент большинство небольших частных компаний в России. Они, как правило, используют традиционный подход на основе бухгалтерского / управленческого учета и, как следствие, соответствующие "бухгалтерские" ориентиры для развития и целеполагания, которые не в состоянии отразить всю многогранность деятельности компании и сложные взаимоотношения интересов, связанных с данным бизнесом. По результатам проведенных опросов и интервью в ряде частных компаний, основные характеристики традиционной модели анализа в российском частном бизнесе следующие:

1. Оперирование в основном абсолютными финансовыми показателями, основанными на данных бухгалтерского учета. Наиболее часто применяемые показатели, к примеру, это: оборот, маржинальный доход/прибыль; операционная прибыль и прибыль после налогообложения, капиталоотдача.

2. Способ оценки: сравнение фактических показателей с плановыми или с прошлым периодом: динамика показателей во времени.

\* Долматова Ирина Николаевна, аспирант Московского международного университета. E-mail: i.dolmatova2010@yandex.ru.

3. Отсутствие/недостаточность относительных показателей, или принципа сравнения с аналогичными компаниями, альтернативными способами инвестирования (непрозрачность российского рынка, отсутствие общепризнанных методов и приемов).

4. Короткий горизонт прогнозирования: планирование максимум на 2-3 года. (По результатам одного из недавних исследований горизонт планирования для малого российского бизнеса составляет в среднем 0,5 - 1 год.)<sup>1</sup>

5. Отсутствует целостное видение, что такое стоимость бизнеса и понимание ее важности как основного критерия для развития компании. “Усеченное” понимание стоимости: как моментного, в основном, имущественного “среза” компании и краткосрочных результатов ее хозяйственной деятельности.

Проблемы неэффективности общепринятой для большинства российских компаний системы управления на основе бухгалтерских данных, которые не сопоставляются ни с аналогичными среднеотраслевыми показателями, ни с показателями конкурентов, ни с минимальной требуемой доходностью, рассмотрены достаточно широко и полно в отечественной литературе<sup>2</sup>.

Владельцы подавляющего большинства российских компаний закрытого типа считают, что понятия стоимости для их компаний не существует, поскольку единственная возможность иметь такой показатель, с их точки зрения, - сделать свою компанию публичной. Такая однобокая трактовка, непонимание экономического смысла этого показателя и происходящих с ним трансформаций в последние десятилетия приводят к неиспользованию очевидного потенциала эффективности управления компанией, к невысокому качеству управления и отставанию российских компаний в части производительности труда, внутренней эффективности, инвестиционной привлекательности.

**Сущность управления на основе стоимости и две разновидности стоимостного подхода.** Общеизвестное определение предлагает рассматривать стоимость компании как *конкретную величину, которая отражает в текущем денежном эквиваленте потоки будущих прибылей и прочих выгод*, которые принесет этот бизнес в дальнейшем лицам, имеющим отношение к

этому бизнесу (прежде всего, акционерам)<sup>3</sup>. С другой стороны, можно утверждать, что стоимость, скорее, философское понятие: стоимость бизнеса как *некое восприятие ценности, полезности, важности и степени пригодности и эффективности использования* рассматриваемого объекта (компания) для каких-либо целей. Компания, как актив, какую пользу или ценность она приносит своим владельцам? Применимы оба этих подхода, в зависимости от целей мониторинга стоимости, а также от того, кому адресованы эти данные (инвестор, владелец, аналитик, управленец).

Концепция управления компанией на основе ее стоимости (Value-Based-Management - VBM) возникла в 80-х гг прошлого века в развитых экономиках<sup>4</sup>. Позже в условиях экономики знаний возникла концепция стоимости для всех стейкхолдеров (Stakeholder-Value-Added - STVA). В качестве главного целевого ориентира управления компанией стало создание стоимости для акционеров/стейкхолдеров. Этот подход является одной из центральных тем для обсуждений и активного применения в различных компаниях, многие отечественные и зарубежные авторы проводят исследования в этой области<sup>5</sup>.

Суть *стоимостного подхода в интересах акционеров (корпоративный, или акционерный, подход)* означает, что мы используем при оценке деятельности компаний прием сравнения полученных результатов с какими-либо альтернативными, ожидаемыми или требуемыми величинами. Любые финансовые показатели компании подлежат сопоставлению с аналогичными показателями, и здесь два варианта:

1) сравнение со среднеотраслевыми показателями/аналогичными показателями конкурентов;

2) сравнение с ожидаемой доходностью - минимальным требуемым владельцами капитала уровнем доходности.

На основании сопоставления показателей оценивается работа менеджмента, при этом основным критерием является та разница, которой удалось достичь, превышение фактических показателей над “нормальными”, ожидаемыми. Этот же принцип применяется при постановке целей и выстраивании системы мотивации для менеджеров<sup>6</sup>.

Исходя из опыта работы в типичной закрытой компании в России, мы можем утверждать, что данный подход в корне отличается от общепринятых способов оценки на основе традиционных бухгалтерских показателей. Разумеется, есть передовые компании, стремящиеся к лучшим практикам. С другой стороны, есть и вполне объективные, труднопреодолимые препятствия на пути к их применению, связанные со спецификой российской деловой среды: непрозрачность рынка, недоступность информации о конкурирующих аналогичных компаниях (чтобы иметь ориентиры для сопоставления своих фактических показателей), недостаток соответствующих компетенций на всех уровнях управления, начиная с самого верхнего эшелона (собственники). Сложности внедрения передовых моделей управления связаны также и с ментальными особенностями участников российского бизнеса, поскольку несоответствие ценностей, внутренних убеждений и установок практически, во всех случаях инновационных изменений являются самым труднопреодолимым барьером, потому что они не видны, незаметны, их сложно выявить.

Для частных компании в России данный подход, осуществляемый глубоко и последовательно, - это принципиально новый этап в их экономической жизни и мышлении ключевых лиц, принимающих управленческие решения. Ведь проблема несбалансированности развития национальной экономики, несогласованности и хаотичности хозяйственной деятельности часто бывает связана с *непониманием своих интересов собственниками и другими ключевыми, значимыми для бизнеса лицами, их неумением согласованно определить и поставить целевые показатели, связать их с мотивационными системами.*

В противоположность корпоративному подходу, *управление стоимостью в интересах стейкхолдеров* заключается в балансировании интересов всех ключевых (стратегических) заинтересованных в компании групп (стейкхолдеров) и выстраивание стратегии развития в соответствующем русле<sup>7</sup>. Под ключевыми (стратегическими) стейкхолдерами имеются в виду те категории заинтересованных лиц, которые в значительной мере влияют, определяют достижение компании ее целей. Также ключевыми стейкхолдерами в ус-

ловиях экономики нового типа являются те лица, которые обеспечивают компании способность к трансформации и видоизменению в соответствии с меняющейся спецификой потребителей, рынков и условий их функционирования (институциональной средой)<sup>8</sup>.

В постиндустриальную эру меняется относительная важность видов ресурсов, с помощью которых видоизменяется стоимость бизнеса. В предыдущий, "индустриальный", период главное значение имели материальные активы, эффективное управление ими. Поскольку владельцы материальных, или осязаемых активов - это собственники, в данный период наиболее эффективен рассмотренный выше корпоративный подход, который, впрочем, постепенно теряет свою актуальность из-за растущей нестабильности окружающей среды и сложности выполняемой работы, глобализации экономики и роста прозрачности общества. Для успеха любой компании все более возрастает роль неосязаемых активов, когда основой для создания стоимости служит не имущество компании, а, к примеру, люди с их знаниями и навыками, сеть коммуникаций и взаимоотношений компании внутри нее самой и снаружи; сама инфраструктура бизнеса, которая позволяет эффективно соединяться различным видам капитала. Другое общеизвестное название неосязаемых активов - интеллектуальный капитал (ИК). Именно ИК есть основа конкурентного преимущества практически любой компании. Формирование полноценной теории, позволяющей со всех сторон проанализировать возможности использования этого нового взгляда на фирму, все еще продолжается. Из авторов, внесших значительный вклад в разработку этих вопросов, можно было бы отметить, к примеру, Д. Тисса (David Teece), Т. Стюарта (Thomas Stewart), Л. Эдвинссона (Leif Edvinsson), Б. Лева (Baruch Lev) и многих других; особо практическую направленность имеет монография коллектива авторов Й. Русса, С. Пайка, Л. Фернстрема<sup>9</sup>.

Проблема для компании заключается в том, что именно владельцами, носителями или создателями определенных видов ИК (ключевыми стейкхолдерами) обеспечиваются процессы по динамике стоимости этой компании, при этом владельцы компании выступают лишь в качестве одной из групп ключевых (стратегич-

**Стоимость компаний: публичные и непубличные компании**

Сравниваемая характеристика	Публичная компания	Непубличная компания
1. Способ выявления стоимости	Для выявления оценки бизнеса применяется единый механизм - фондовый рынок. Следование стандартам фондового рынка	Не существует единого универсального механизма выявления оценки Возможно использование общепринятых стандартов стоимости для публичных компаний. Но это применимо по результатам переговорного процесса лиц, заинтересованных в проведении оценки
2. Специфика формирования круга финансовых стейкхолдеров (инвесторов)	Возможность обеспечения быстрых темпов роста путем привлечения больших объемов финансирования через механизм публичной продажи долей в капитале	Ограниченность возможности привлечения собственного капитала (разовый вход нового владельца)
3. Способ оценки стоимости	Оценка: 1) рыночная, относительно объективная, как результат усреднения оценок огромного числа инвесторов; 2) внутренняя, возможны субъективные суждения	Оценка: только внутренняя субъективная. Вырабатывается как согласованный консенсус мнений ограниченного числа заинтересованных лиц (инвесторов)
4. Риски в процессе оценки	Риск не получить стоимостную оценку = 0 Риск неверной оценки	Риск не получить стоимостную оценку - значительный (риск не договориться) Риск неверной оценки
5. Особенности "монетизации" для инвесторов	Свободный вход-выход для инвесторов-собственников посредством механизма фондового рынка	Вход-выход ограничен, возможен только при условии наличия единой стоимостной оценки ограниченного круга инвесторов

ческих) стейкхолдеров. В этом случае управление компанией сводится к управлению различными компонентами интеллектуального капитала и созданию стоимости в интересах стратегических стейкхолдеров как носителей/ создателей этих составляющих.

Видно, что в этой ситуации задача целеполагания и оценки существенно усложняется: необходимо выстраивать некий профиль желательной (ожидаемой) ценности или стоимости для каждой категории стейкхолдеров и сравнивать с ним фактические показатели деятельности. Теперь, как мы видим, невозможно руководствоваться лишь оцифрованным "обликом" стоимости: она приобретает многогранный, многоаспектный вид. Наряду с количественными измерениями стоимости становятся важными ее качественные оценки. Из задачи с одним условием вытекает задача с множеством критериев: сбалансированное развитие компании в интересах всех стратегических стейкхолдеров.

**Существует ли понятие "стоимость компании" для частного российского бизнеса?**  
В одном из интервью собственник частного российского производственного предприятия выразил свое убеждение в том, что у его компании возникает стоимость только в момент сделки купли-продажи доли в бизнесе либо при размещении ее акций на финансовых рынках (ни того, ни другого владелец делать не собирается в бли-

жайшем обозримом будущем). По его мнению, стоимости компании закрытого типа не существует, поскольку она может основываться лишь на интуитивных оценках собственников и инвесторов, которые, в свою очередь, могут произвольно изменяться от нуля до весьма внушительной цифры. Отсюда следует, что этим вопросом, по его мнению, бессмысленно заниматься.

Однако вопрос "Как в таком случае Вы узнаете или убедитесь, что становитесь богаче или беднее в долгосрочном периоде?" заставил нашего собеседника, в свою очередь, задуматься.

Действительно, для закрытой компании управление стоимостью имеет два основных аспекта или две стороны:

♦ *Статические "срезы" стоимости:* для определения стоимости бизнеса в каких-то конкретных ситуациях или сделках.

♦ *Динамическое измерение стоимости:* управление стоимостью как "навигатор" для эффективного развития компании в интересах владельцев/стратегических стейкхолдеров.

На траектории жизненного цикла любой компании случаются ситуации, когда владение стоимостными показателями не только полезно, но и необходимо. Это относится к любым трансформациям бизнеса: изменением состава собственников, сделкам купли-продажи бизнеса или долей в нем; слияниях и поглощениях и т.д.

Непубличные компании имеют существенные отличия от публичных компаний в отношении оценки стоимости при любых сделках в отношении бизнеса, обобщенные в таблице.

Основной акцент при “статическом” подходе к стоимости - соблюдение прав собственников на вход-выход из бизнеса: достижение единого видения в отношении стоимости компании, во-первых, для возможности совершить сделку и, во-вторых, для осуществления права собственника на получение своего предпринимательского дохода и полного или частичного выхода из бизнеса.

Стоит особо подчеркнуть момент, связанный с особенностями функционирования типичного российского частного бизнеса: в связи с неразвитостью институтов, деловой инфраструктуры собственники таких компаний испытывают огромные трудности с проведением любых сделок в отношении их долей: отсутствует хоть какая-то согласованная стоимость бизнеса. Специфические условия переходной, развивающейся экономики, низкий уровень системного доверия в обществе, неразвитая институциональная среда, - все данные факторы препятствуют реализации права свободного распоряжения своей собственностью, и это особенно остро в отношении владения бизнесом. В таких условиях предлагаемый подход на основе согласованной заинтересованными лицами методики оценки стоимости бизнеса выступает как единственная возможность собственников свободно трансформировать свое участие в их компании закрытого типа. При отсутствии развитой правовой и законодательной базы применение стоимостного подхода к управлению непубличной компанией - это единственно возможный “цивилизованный” путь трансформации состава собственников и обеспечения механизма выхода из состава собственников данного бизнеса.

Другой, не менее важный, с нашей точки зрения, подход к стоимости непубличной компании - формирование такого ее русла развития, которое бы обеспечивало устойчивый рост благосостояния и богатства акционеров/стратегических стейкхолдеров. Использование модели стоимости в управлении гарантирует непубличной компании эффективный курс развития, который:

- ◆ обеспечивает сбалансированный рост;
- ◆ может подготовить компанию к успешному выходу на IPO (если это целесообразно);

◆ гарантирует “экономическое здоровье и долголетие” компании.

Динамическое измерение и отслеживание изменения стоимости на порядок более сложная задача. В этом случае заинтересованные лица (владельцы / стратегические стейкхолдеры) формируют разделяемое видение стоимости своей компании, состоящее из количественных и качественных оценок. Очевидно, “облик” стоимости для каждой компании индивидуален, поскольку зависит от состава и типов ключевых стейкхолдеров, ментальных особенностей владельцев, целей компании. Но при этом имеются и общие черты: эффективный менеджмент, мотивация на основе стоимостных (относительных) показателей, альтернативное управленческое мышление.

Следовательно, любой непубличной компании, особенно ее владельцам и менеджерам, имеет смысл адаптировать элементы и приемы рассмотренных видов управления на основе стоимости: акционерный или стейкхолдерский. Оба подхода нацелены на рост стоимости компании. Понятие стоимости актуально и для компаний закрытого типа, так как стоимость выступает как измеритель общего успеха компании. *Гипотетически стоимость закрытой компании - это та цена, за которую этот бизнес мог бы быть продан как успешный.* Либо можно говорить о стоимости всех долей как о потенциальной стоимости, которая может быть учтена в ходе сделки купли-продажи доли, присоединения/слияния и т.п. Иными словами, закрытая компания должна иметь ясный ориентир для развития, который бы приводил ее к оптимальному состоянию максимизации этой гипотетической цены.

Низкая эффективность российских компаний заключается, на наш взгляд, прежде всего, в том, что большинство российских собственников не устанавливают по тем или иным причинам необходимый уровень требований в отношении доходности своего бизнеса, что является предпосылкой к низкому качеству управления, препятствием к росту конкурентоспособности компаний на рынках капитала и потребительских рынках. Поэтому первым шагом в данном направлении для любой непубличной российской компании мог бы послужить переход к финансовой модели анализа на основе стоимостных (сравнительных) показателей и повышение компетентности собственников и менедж-

мента таких компаний. В этой ситуации ключевую роль играет именно рост уровня необходимых знаний и глубины понимания новых вызовов, с которыми сталкивается частный бизнес, прежде всего, у собственников. Стоимостное, или альтернативное, управленческое мышление, в отличие от “наследия” плановой экономики - привычки мыслить безальтернативно и на относительно коротком горизонте, предъявляет новые повышенные требования и к уровню профессионализма, и к уровню ответственности. Для того чтобы наиболее полно реализовать свои права и при этом действовать созидательно и конструктивно, собственникам, владельцам частных компаний в России необходим личностный и профессиональный рост, специальные знания и новые черты управленческого мышления и поведения.

<sup>1</sup> Исследования типичных российских малых предприятий: доклад // Материалы Гайдаровского Форума “Россия и мир: в поисках инновационной стратегии”. Международная конференция РАНХ 16-19 марта 2011 г. Секция “Экономическая теория инноваций”.

<sup>2</sup> *Ивашковская И.В.* Корпоративные финансы в некорпоративной России // Управление компанией. 2004. ц 4 (35). С. 40-43.

<sup>3</sup> См., например: *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д.* Стоимость компаний: оценка и управление. М., 2007. С. 154-157; *Уолш К.* Ключевые показатели менеджмента. Киев, 2008. С. 262.

<sup>4</sup> См., например: *Волков Д.Л.* Управлению ценностью: показатели и модели оценки // Рос. журн. менеджмента. 2005. Т. 3, ц 4. С. 76.

<sup>5</sup> См., например: *Байбурина Э.Р., Ивашковская И.В.* Роль интеллектуального капитала в создании стоимости российских компаний // Вестник ФА. 2007. ц 4. С. 53-62; *Байбурина Э.Р.* Методы анализа интеллектуального капитала для современного устойчивого развития компаний // Корпоративные Финансы: электрон. журн. 2007. ц 3. С. 85-100; *Ивашковская И.В.* Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту. “Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2, ц 4. С. 113-132; *Эдвинссон Л.* Корпоративная долгота: навигация в экономике, основанной на знаниях. М., 2005.

<sup>6</sup> *Долматова И.Н.* Финансовая модель анализа в непубличных компаниях // Корпоративные финансы: электрон. журн. 2010. ц 1 (13). С. 84-94.

<sup>7</sup> *Ивашковская И.В.* Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность Советов директоров. М., 2009. С. 150-153.

<sup>8</sup> Там же. С. 143-144.

<sup>9</sup> *Русс Й., Пайк С., Фернстрем Л.* Интеллектуальный капитал: практика управления. СПб., 2010.

*Поступила в редакцию 19.04.2011 г.*