

## СТРАТЕГИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

*Федорова Татьяна Александровна*

*Д.э.н., доцент,*

*Коми республиканская академия  
государственной службы и управления,  
Россия, Республика Коми, г. Сыктывкар*

### STRATEGIC MANAGEMENT BY THE COST OF THE COMPANY

*T. Fedorova*

#### Annotation

In article approaches to the choice of strategy of forming of market value of the company due to accumulation of resource, innovative and financial and investment capacities of the company are considered. The specified approaches are based on market information and information on the values of fundamental indicators reached by the company that allows to develop target values for the separate strategy of the company.

**Keywords:** cost, assessment, management of cost, potential, indicators, strategy.

#### Аннотация

В статье рассматриваются подходы к выбору стратегий формирования рыночной стоимости компании за счет наращивания ресурсного, инновационного и финансово-инвестиционного потенциалов компании. Указанные подходы основываются на рыночной информации и информации о достигнутых компанией значениях фундаментальных индикаторов, что позволяет выработать целевые значения для отдельных стратегий компании.

#### Ключевые слова:

Стоимость, оценка, управление стоимостью, потенциал, индикаторы, стратегия.

**В** современной экономике стоимость компании – один из основных индикаторов ее эффективности, успеха и экономической силы на рынке. В то же время стоимость компании является объектом управления, а драйверы или рычаги роста стоимости подвергаются пристальному изучению и мониторингу. В настоящее время на практике реализуются две концепции управления стоимостью компании: во-первых, стоимостно-ориентированный менеджмент, во-вторых, менеджмент на основе сбалансированной системы показателей.

Стоимостно-ориентированный менеджмент непосредственно нацелен на позиционирование компании во внешней среде, поскольку высокая рыночная стоимость компании является сигналом рынку и о высокой эффективности деятельности компании. Логика стоимостно-ориентированного менеджмента заключается в разработке и внедрении в практику стоимостной системы оценки результатов. При этом в первую очередь выбирается и обосновывается итоговый показатель стоимости (в качестве наиболее популярного среди них можно отметить экономическую добавленную стоимость, но могут использоваться и такие, как рентабельность собственного капитала, уровень дисконтированного денежного потока, генерируемого компанией, и другие). Затем в зависимости от выбранного итогового показателя стоимости компании осуществляют его декомпозицию, выявляя

влияющие на стоимость драйверы, например, прибыль, стоимость капитала и т. п. [1 – 4 и др.]. Таким образом, концепция стоимостно-ориентированного менеджмента опирается непосредственно на финансовые показатели деятельности компании, а в ее рамках управление стоимостью компании осуществляется посредством технологий финансового менеджмента.

Концепция сбалансированной системы показателей Р. Каплана и Д. Нортон, в отличие от концепции стоимостно-ориентированного менеджмента, обосновывает необходимость использования для управления стоимостью компании всех рычагов, в том числе нефинансовых, таких как кадры, технологии, инновации и др. [5]. Несмотря на то, что влияние нефинансовых рычагов на стоимость компании сложно оценить количественно, следует согласиться с тем, что оно действительно имеет место. В рамках концепции сбалансированной системы показателей управление стоимостью компании осуществляется на основе гармонизации внутренней среды компании.

Оценка рыночной стоимости компании предполагает в той или иной степени сопоставление оцениваемой компании с другими компаниями, действующими на том же рынке, или компаниями, хотя формально и относящимися к другим отраслям, но имеющим сопоставимые объемы продаж, прибыли, объемы активов.

Анализ существующих концепций управления стоимостью компании показывает, что каждая из них имеет свои ограничения, либо не полностью оценен потенциал компании, как в концепции стоимостно-ориентированного менеджмента, либо ограничиваются технологиями балансирования внутренней среды, как в концепции сбалансированной системы показателей. Следовательно, решение задачи существенного повышения эффективности деятельности компании в рамках только одной из рассматриваемых концепций наталкивается на указанные ограничения.

В настоящем исследовании была поставлена задача поиска такой возможности гармонизации обеих концепций, которая позволит рассматривать и саму компанию как систему и компанию как подсистему во внешней рыночной среде, что в целом будет способствовать тому, чтобы с системных позиций решать как задачу повышения эффективности деятельности компании, так и, как следствие, задачу увеличения ее рыночной стоимости.

Для обеспечения гармонизации существующих концепций управления стоимостью компании, руководствуясь фундаментальными трудами в области оценки и управления стоимостью компании [6, 7], было проведено исследование, позволившее установить непосредственные количественные зависимости рыночной стоимости компании от фундаментальных индикаторов ее деятельности, таких как прибыль, выручка, цены и т. п. [8]. Установленные зависимости позволяют не только выявить влияние на рыночную стоимость компании достигнутых ею значений фундаментальных индикаторов, но и управлять изменениями рыночной стоимости компании на основе целевых установок для тех или иных индикаторов.

В центре указанного исследования находился относительный мультипликатор "стоимость/объем продаж", рассчитываемый по рыночным данным и связывающий стандартизованную относительно объема продаж рыночную стоимость компании с аналогичным среднерыночным показателем [7]:

$$\frac{P}{S} = \frac{P_c/S_c}{P_m/S_m}, \quad (1)$$

где  $P/S$  – относительный мультипликатор "стоимость/объем продаж";

$P_c/S_c$  – стандартизованная относительно объема продаж рыночную стоимость компании;  $P_m/S_m$  – рыночная стоимость компании;

$P_c$  – средняя рыночная стоимость компаний-аналогов;

$P_m$  – средний объем продаж компаний-аналогов.

Для оценки стоимости компании была использована двухфазная модель стоимости, посредством которой можно оценить стоимость компании как в период ее бы-

строго роста, так и в период стабильной деятельности [7]:

$$Pc = V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CF_{n+1} / (WACC_{st} - g_{st})}{(1+WACC)^n}, \quad (2)$$

где  $V$  – величина стоимости предприятия;  $CF_t$  – значение величины денежного потока, соответствующее порядковому номеру года работы компании, начиная с момента оценки  $t$ ;  $1 \leq t \leq n$  – период роста предприятия высокими темпами;  $n+1$  – порядковый номер года, начиная с которого предприятие растет стабильными темпами;  $WACC$ ,  $WACC_{st}$  – средневзвешенная стоимость капитала в период быстрого роста и в стабильном периоде соответственно;  $g_{st}$  – темпы роста операционной прибыли в стабильном периоде.

В результате на основе зависимостей (1) и (2) были установлены количественные зависимости относительно мультипликатора выручки от показателей-индикаторов реализуемых компанией стратегий: операционной, финансово-инвестиционной и инновационной; а также разработана система рыночных и внутренних индикаторов для управления рыночной стоимостью компании [8]:

$$\frac{P}{S} = I_m I_{WACC}^n I_{inn}, \quad (3)$$

где  $I_m$  – индикатор операционной стратегии;

$I_{WACC}$  – индикатор финансово-инвестиционной стратегии;

$I_{inn}$  – индикатор инновационной стратегии;

$n$  – период реализации стратегии.

Таким образом, была осуществлена интеграция двух концепций, достигнута их гармонизация, что позволяет управлять стоимостью компании, отталкиваясь от рыночной информации о стоимости компаний, направляя имеющиеся ресурсы компании на повышение реальной эффективности ее деятельности. Использование такого термина, как "реальная эффективность" позволяет выявить значение рыночной стоимости как итогового индикатора, не зависящего от инфляционных процессов в отличие от других финансовых показателей. Реальная эффективность отражает результаты производственной деятельности на основе оценки материальных результатов.

Экономически обоснованные значения фундаментальных индикаторов, которые должны быть достигнуты для увеличения роста стоимости компании, являются целевыми показателями реализуемых компанией трех базовых стратегий: операционной, инновационной и финансово-инвестиционной.

Операционная стратегия компании отвечает за наращивание ее ресурсного потенциала и эффективность

его использования, получение прибыли, которая может использоваться компанией в том числе для наращивания инновационного потенциала.

Инновационная стратегия, заключающаяся в формировании портфеля новых разработок как собственных, так и приобретаемых в рамках франшизы или покупки лицензий, создает базу для финансово-инвестиционной стратегии и включает два этапа: во-первых, накопление инновационных продуктов; во-вторых, включение инновационных продуктов в финансово-инвестиционную стратегию. Таким образом, эффективность инновационной стратегии во многом определяется эффективностью финансово-инвестиционной стратегии.

Наиболее рискованной является финансово-инвестиционная стратегия компании, связанная с возможностями компании по привлечению финансовых ресурсов для реализации инвестиционных проектов, поскольку результат ее реализации удален от планового периода.

Трем стратегиям, используемым компанией для увеличения рыночной стоимости, соответствуют три составляющие потенциала роста стоимости: операционный, инновационный и финансово-инвестиционный. Операционный потенциал наращивается в рамках реализации операционной стратегии, инновационный – в рамках инновационной стратегии, а финансово-инвестиционный – в рамках реализации финансово-инвестиционной стратегии соответственно. Если механизм создания стоимости на основе операционного и финансово-инвестиционного потенциалов компании хорошо исследован, то дополнительно можно сказать, что механизм формирования стоимости на основе инновационного потенциала связан с наличием и возможностями реализации инновационных проектов, именно наличие указанной возможности и создает стоимость. Суть данного процесса можно понять, сравнивая две компании, одна из которых осуществляет только операционную деятельность и работает на известных рынках, а вторая не только работает на известных рынках, но имеет в "запасе" собственные разработки или лицензии на производство нового перспективного для рынка продукта, который может обеспечить получение компании дохода в отдаленном периоде. Специалисты по оценке отдадут предпочтение второй компании, оценивая ее стоимость выше, чем стоимость первой, поскольку она может обеспечить получение дохода в более длительном периоде, чем первая компания [9, 10, 11].

В рамках релевантного периода финансово-инвестиционной стратегии компании в зависимости от ее текущего положения можно осуществлять и другие стратегии, способствующие увеличению рыночной стоимости компании, используя дополнительный потенциал роста стоимости.

Положение компании на рынке в разрезе задачи управления рыночной стоимостью компании предлагается характеризовать в зависимости от соотношения индикаторов операционной стратегии и инновационной стратегии [8]. Поскольку оба индикатора интегрируют как внутреннюю, так и рыночную информацию, то являются безразмерными величинами, причем значение индикатора, меньшее единицы, свидетельствует о том, что результаты деятельности предприятия не достигают среднерыночных, а значение индикатора, большее единицы, наоборот, свидетельствует о более высоких по сравнению со среднерыночными результатами компании (рис. 1).

**Охарактеризуем возможные положения компании:**

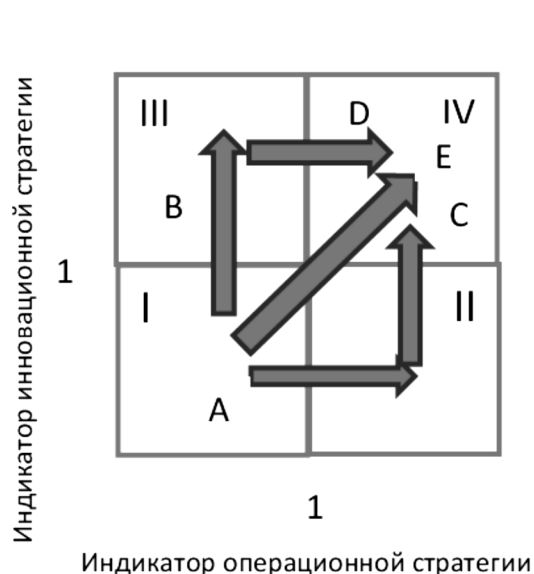
I - зона отсутствия потенциала роста стоимости, поскольку у компании низкими по сравнению со среднерыночными являются и ресурсный и инновационный потенциалы;

II - зона с низким инновационным потенциалом роста стоимости, но высоким ресурсным потенциалом;

III - зона с низким ресурсным потенциалом роста стоимости, но имеющимися разработками для развития компании;

IV - зона с высокими ресурсным и инновационным потенциалами роста стоимости, в наибольшей степени соответствующая задачам увеличения рыночной стоимости компании.

Компании, находящиеся в первой зоне, могут использовать операционную стратегию (А) с целью наращивания ресурсного потенциала для последующего вложения полученных ресурсов в стратегию развития компании, то есть реализации стратегии инновационного роста на основе высокого ресурсного потенциала (С). Если компания является компанией небольшой технологической инновационной компанией, то она может увеличивать свою стоимость, реализуя стратегию инновационного роста (В), занимаясь разработками принципиально новых изделий и технологий, что на начальных этапах не требует привлечения больших финансовых ресурсов. В последующем компания должна либо сама заработать необходимые ресурсы в рамках операционной стратегии на основе высокого инновационного потенциала (D), либо привлечь необходимые финансовые ресурсы в рамках финансово-инвестиционной стратегии. В отдельных случаях может быть реализована комбинированная инновационно-ресурсная стратегия (Е) с одновременным расширением операционной деятельности по производству новых изделий, приобретая лицензию у разработчика. Для инновационной компании, реализующей инновационную стратегию, дополнительные возможности роста стоимости связаны с дополнительными стратегиями увеличения рыночной стоимости, характеризующимися в зависимости от соотношения индикаторов операционной стратегии и финансово-инвестиционной стратегии (рис. 2).

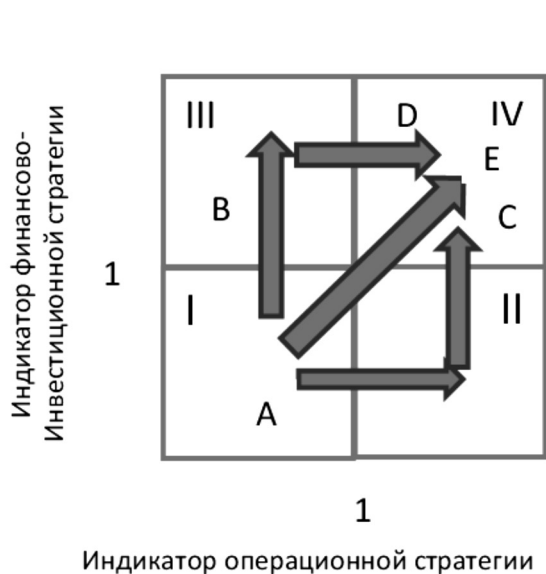


Обозначения:

- I – зона отсутствия дополнительного потенциала роста стоимости
- II – зона с низким инновационным потенциалом роста стоимости
- III – зона с низким ресурсным потенциалом роста стоимости
- IV – зона с высокими ресурсным и инновационным потенциалами роста стоимости

- A – операционная стратегия
- B – стратегия инновационного роста
- C – стратегия инновационного роста на основе высокого ресурсного потенциала
- D – операционная стратегия на основе высокого Инновационного потенциала
- E – комбинированная инновационно-ресурсная стратегия

Рисунок 1. Стратегии управления стоимостью компании при стабильной финансово-инвестиционной стратегии.



Обозначения:

- I – зона отсутствия дополнительного потенциала роста стоимости
- II – зона с низким финансово-инвестиционным потенциалом роста стоимости
- III – зона с низким ресурсным потенциалом роста стоимости
- IV – зона с высокими ресурсным и финансово-инвестиционным потенциалами роста стоимости

- A – операционная стратегия
- B – финансово-инвестиционная стратегия
- C – финансово-инвестиционная стратегия на основе высокого ресурсного потенциала
- D – операционная стратегия на основе высокого Финансово-инвестиционного потенциала
- E – комбинированная ресурсно-финансово-инвестиционная стратегия

Рисунок 2. Стратегии управления стоимостью компании при реализуемой инновационной стратегии.

Рассмотрим возможные положения компании, реализующей инновационную стратегию:

I - зона отсутствия дополнительного потенциала роста стоимости, поскольку у компании низкими по сравнению со среднерыночным являются и ресурсный и финансово-инвестиционный потенциалы;

II - зона с низким финансово-инвестиционным потенциалом роста стоимости, но высоким ресурсным потенциалом;

III - зона с низким ресурсным потенциалом роста стоимости, но высоким финансово-инвестиционным потенциалом;

IV - зона с высокими ресурсным и финансово-инвестиционным потенциалами роста стоимости в наибольшей степени соответствующая задачам увеличения рыночной стоимости компании.

Как и в предыдущем случае, компании, находящиеся в первой зоне, могут использовать операционную стратегию (A) с целью наращивания ресурсного потенциала как для реализации будущих стратегий инновационного роста, так и для реализации финансово-инвестиционной стратегии на основе высокого ресурсного потенциала (C). Даже если компания не обладает высоким ресурсным потенциалом, то она может увеличивать свою стоимость, грамотно реализуя финансово-инвестиционную стратегию роста (B), привлекая более дешевые источники финансирования, осуществляя выгодные финансовые инвестиции. Если компания имеет высокий финансово-инвестиционный потенциал, то она может реализовать операционную стратегию (D), увеличивая объемы производства продукции, изменяя каналы сбыта, расширяя географию присутствия на рынках. Комбинированная ресурсно-финансово-инвестиционная стратегия (E) с одновременным увеличением финансово-инвестиционного потенциала и расширением операционной деятельности может быть реализована, если компания работает на новом растущем рынке и в этом случае у нее появляется стратегический инвестор.

Если компания давно работает на рынке и она достигла пределов роста на основе только ресурсного потенциала, то дополнительные возможности роста ее

стоимости связаны с реализацией стратегий увеличения рыночной стоимости, характеризующихся в зависимости от соотношения индикаторов инновационной стратегии и финансово-инвестиционной стратегии (рис. 3).

*Возможные положения компании, которая исчерпала потенциал роста стоимости на основе реализации операционной стратегии:*

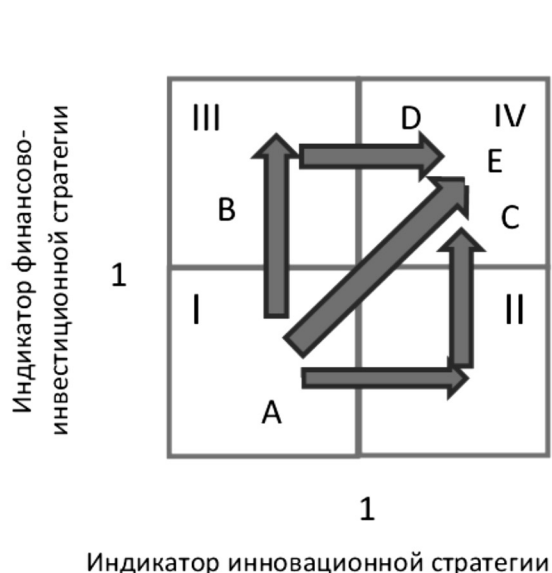
I - зона отсутствия дополнительного потенциала роста стоимости, поскольку у компании инновационный и финансово-инвестиционный потенциалы являются низкими по сравнению со среднерыночными значениями;

II - зона с низким финансово-инвестиционным потенциалом роста стоимости, но высоким инновационным потенциалом;

III - зона с низким инновационным потенциалом роста стоимости, но высоким финансово-инвестиционным потенциалом;

IV - зона с высокими инновационным и финансово-инвестиционным потенциалами роста стоимости компании.

Компании, находящиеся в первой зоне, могут использовать инновационную стратегию (A), наращивая инновационный потенциал для реализации будущих стратегий инновационного роста, включая формирование портфеля перспективных разработок. Такую стратегию могут реализовывать компании со стабильными доходами от операционной деятельности. Если компания не обладает высоким инновационным потенциалом, так же как и в предыдущем случае, она может увеличивать



Обозначения:

I – зона отсутствия дополнительного потенциала роста стоимости

II – зона с низким финансово-инвестиционным потенциалом роста стоимости

III – зона с низким инновационным потенциалом роста стоимости

IV – зона с высокими инновационным и финансово-инвестиционным потенциалами роста стоимости

A – инновационная стратегия

B – финансово-инвестиционная стратегия

C – финансово-инвестиционная стратегия на основе высокого инновационного потенциала

D – инновационная стратегия на основе высокого финансово-инвестиционного потенциала

E – комбинированная инновационно-финансово-инвестиционная стратегия

Рисунок 3. Стратегии управления стоимостью компании при реализуемой операционной стратегии.

свою стоимость, реализуя финансово-инвестиционную стратегию роста (В) за счет привлечения более дешевых источников финансирования и осуществляя выгодные финансовые инвестиции. Накопление портфеля перспективных разработок позволит компании реализовать финансово-инвестиционную стратегию, привлекая финансовые ресурсы в рамках финансово-инвестиционной стратегии на основе высокого инновационного потенциала (С). Наличие высокого финансово-инвестиционного потенциала, позволяет компании реализовать инновационную стратегию (D), увеличивая инновационный потенциал, что в будущем будет способствовать изменению и ресурсного потенциала компании и преодолению предела исчерпания потенциала роста стоимости операционной стратегии. Комбинированная инновационно-финансово-инвестиционная стратегия (Е) с одновременным увеличением финансово-инвестиционного и инновационного потенциалов компании может быть реализована, если компания давно работает на рынке, имеет хорошую деловую репутацию, налаженные связи с контрагентами и клиентами и привлечет стратегическое инвестора.

Проведенное исследование показывает, что изменение рыночной стоимости компании зависят от реализуемых компанией стратегий: операционной, инновационной и финансово-инвестиционной и соответственно наличия у нее операционной, инновационной и финансово-инвестиционной составляющих потенциала роста стоимости.

Как правило, одна из указанных стратегий, является основной и создает базовый потенциал роста рыночной стоимости компании. Сочетание двух других могут способствовать появлению дополнительного потенциала роста рыночной стоимости компании. Эта цель может быть достигнута компанией при разном сочетании двух других стратегий. При этом каждая компания может достичь цели формирования дополнительного потенциала роста рыночной стоимости компании, поскольку для любого из текущих положений компании возможно разработать и осуществить соответствующую этому положению стратегию роста стоимости.

Управлять ростом непосредственно рыночной стоимости компании возможно, если при формировании целевых значений фундаментальных индикаторов отдельных стратегий компании используется обобщенная система рыночных и внутренних индикаторов стратегии формирования стоимости предприятия [8], которая связывает фундаментальные показатели конкретной компании с рыночными индикаторами.

Сформулированные рекомендации по выбору стратегий формирования стоимости являются универсальными, основанными как на рыночной информации, так и на информации, характеризующей производственно-хозяйственную деятельность компании, и могут быть использованы любыми компаниями, менеджмент и собственники которых ориентированы на рост рыночной стоимости своих компаний.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия / С.В. Валдайцев. – М.: ЮНИТИ, 2003. – 720 с.
2. Егоров И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления : учеб. пособие / И.А. Егоров. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
3. Иванов И.В. Финансовый менеджмент: стоимостный подход: учеб. пособие / И.В. Иванов, И.В. Баранов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 504 с.
4. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. М.: Вершина, 2007. – 272 с.
5. Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. – М.: "Олимп-Бизнес", 2017. – 320 с.
6. Copeland T. Valuation: measuring and managing the value of companies / T. Copeland, T. Koller, J. Murrin. – McKinsey & Company, Inc., John Wiley & Sons, Inc. – 1999. – 576 p.
7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
8. Федорова Т.А. Система рыночных и внутренних индикаторов стратегии формирования стоимости предприятия / Т.А. Федорова // Финансы и кредит. 2009. – № 18 (354). – С. 16–25.
9. Федорова Т.А. Трехкомпонентная модель стоимости инновационно активного предприятия / Т.А. Федорова // Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. – Тула: Изд-во ТулГУ, 2010. – Вып. I. Ч. II. – С. 192–201.
10. Федорова Т.А. Инновации как фактор увеличения стоимости предприятия / Т.А. Федорова // Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. – Тула: Изд-во ТулГУ, 2010. – Вып. I. Ч. I. – С. 169–180.
11. Федорова Т.А. Оценка стоимости инновационного потенциала промышленного предприятия / Т.А. Федорова // Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. – Тула: Изд-во ТулГУ, 2007. – Вып. I. – С. 72–78.