

**ПРОБЛЕМЫ ПРИМЕНЕНИЯ КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ НА ОСНОВЕ
СТОИМОСТИ В РОССИЙСКОМ БИЗНЕСЕ**

Бобошко Диана Юрьевна

канд. экон. наук, директор по экономике ООО «Белмет», г. Тольятти

E-mail: dboboshko@gmail.com

Концепция управления на основе стоимости, более широко известная под английским названием Value Based Management (VBM) уже много лет успешно применяется многими западными корпорациями. Существуют противоречивые мнения о том, насколько эта концепция применима в российском бизнесе [4]. На наш взгляд любая западная концепция менеджмента изначально требует адаптации при использовании ее в практике ведения российского бизнеса, и очень важно правильно определить те проблемы, с которыми можно столкнуться, пытаясь использовать западный опыт. В случае с VBM вопросы возникают, начиная с определения объекта применения данной концепции, и заканчиваются спецификой российского менталитета в отношении к частной собственности.

1. Суть концепции VBM

Концепция управления на основе стоимости создавалась англоязычными экономистами, поэтому существует несколько вариантов перевода на русский язык ее названия - Value Based Management. Один из таких переводов звучит как «менеджмент, основанный на ценности», и далее авторы уточняют по тексту «ценности для акционеров». В других переводах этот термин звучит как «акционерная стоимость». Так как в российскую практику уже вошло название «управление на основе стоимости» или «управление, основанное на стоимости» нужно понимать, что под стоимостью в данном случае подразумевается не

**Материалы международной заочной научно-практической конференции
«АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ СОВРЕМЕННОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

15 июня 2010 г.0020

стоимость компании, а имеется ввиду «акционерная стоимость», т.е. доходы акционеров.

В теории VBM «Акционерная стоимость» или «Ценность для акционеров» складывается из дивидендов и стоимости, принадлежащих акционерам акций. Исходя из этого, главным финансовым показателем VBM является суммарная доходность акционеров. В практику финансового менеджмента этот показатель вошел в виде английской аббревиатуры – *TSR* (total shareholder return). *TSR* – доходность, полученная акционерами суммарно за счет дивидендов и роста цены акции, выраженная в долях (процентах) цены акции на начало соответствующего периода [5, с. 109].

Очень важна для понимания сути концепции история ее возникновения. В 80-х годах в США произошло усиление роли институциональных инвесторов (пенсионные фонды, инвестиционные компании и т.д.), поддерживаемое соответствующими изменениями в законодательстве, регулирующем корпоративные взаимоотношения. Советы директоров корпораций под этим давлением стали уделять больше внимания интересам акционеров, в том числе включая в свою миссию задачу максимизации доходов акционеров. Это и послужило основным толчком к возникновению VBM. Такая постановка цели имела социальный характер, так как акционерами в США и других странах с развитой рыночной экономикой, тогда и сейчас, являются широкие слои населения, в том числе сберегающие таким образом пенсионные накопления.

В дальнейшем акценты в VBM сместились в сторону обеспечения максимальной стоимости компании, так как на динамично растущих рынках, что имело место в большинстве развитых стран, рост стоимости акций обеспечивал подавляющую часть дохода акционеров. Научная мысль в отношении VBM пошла по пути формирования финансовых показателей,

которые наилучшим образом отражают процессы создания стоимости в компании [3]. Возможно из-за особенностей перевода названия концепции, возможно из-за большого количества научных трудов, посвященных вопросам создания стоимости компании в рамках VBM, в подавляющем большинстве русскоязычных публикаций на тему VBM основной целью данной концепции обозначена максимизация стоимости компании. Важно отметить, что это лишь один из блоков реализации VBM.

Выделим три наиболее важных положения, которые не всегда озвучиваются, а иногда искажаются в описании концепции управления на основе стоимости:

1. Инструментарий VBM ориентирован на публичные корпорации, имеющие свободное обращение своих ценных бумаг на фондовом рынке.
2. Основная финансовая цель VBM – максимизация суммарной доходности акционеров.
3. Доходность акционеров обеспечивают не только рост стоимости, принадлежащих им акций, но и выплачиваемые дивиденды.

Эти положения создают ключевые проблемы при применении VBM в российской практике управления.

2. Проблемы применения в российской практике ведения бизнеса

2.1. Непубличность российского бизнеса

Журнал Forbs в октябре 2009 года опубликовал рейтинг 200 крупнейших российских непубличных (частных) компаний. Самая большая частная компания на момент составления рейтинга «Русал» (к настоящему моменту компания уже провела IPO), по объемам выручки в семь раз меньше «Газпрома», однако, уже с 7-ого места списка публичных акционерных обществ объемы выручки сопоставимы с выручкой частных компаний [1]. По сути это

корпорации, акции которых не представлены на фондовом рынке, а количество акционеров (собственников) не превышает 10.

На сегодняшний день, с точки зрения внедрения концепции управления на основе стоимости в практику управления отечественными компаниями, можно выделить ряд особенностей российской бизнес-среды:

- класс акционеров (собственников) очень мал, нет практики инвестирования широкими массами граждан;
- открытые акционерные общества часто имеют одного владельца, контролирующего вплоть до 100% акционерного капитала, и соответственно не являются публичными;
- слабая роль институциональных инвесторов, права миноритариев плохо защищены, влияние институциональных инвесторов на управление корпорациями практически отсутствует.

В непубличной компании стоимость бизнеса уже не определяет подавляющую часть доходов собственников и не столь очевидна, так как нет возможности отслеживать ее изменение, как это происходит в случае с ценными бумагами, имеющими биржевые котировки. Возникает проблема оценки стоимости компании. Кроме того, собственники могут получать от владения не только дивиденды, но иные экономические выгоды, которые также потребуют дополнительной оценки.

2.2. Приоритет текущих доходов для собственников непубличных компаний

Кроме проблем адаптации модели VBM, с точки зрения непубличности бизнеса, в российской практике внедрения данной модели необходимо учитывать менталитет собственников. Долгое время экономика переходного периода характеризовалась нестабильностью, низкой защищенностью частной

собственности и отсутствием государственных механизмов, стимулирующих реинвестирование полученной прибыли в модернизацию производств и техническое перевооружение. Вспомним период расцвета рейдерства и принудительных банкротств. Все это не формировало в собственнике отношения к бизнесу, как к чему-то незыблемому. Поэтому работа на получение прибыли, здесь и сейчас, часто являлась и является идеологией, которой придерживались российские собственники, вкладывая генерируемые бизнесом средства в менее рискованные активы, нежели предприятия российского реального сектора экономики.

2.3. Деструктивность основной финансовой цели VBM

Задача максимизации доходов акционеров хороша в виде миссии, когда акционерами являются широкие слои граждан. Когда речь идет о внедрении стоимостного мышления в российском акционерном обществе с несколькими владельцами, возникают сомнения, что под идеей сделать владельцев еще богаче, можно объединить все усилия менеджеров на повышение эффективности бизнеса. Это очень важный момент целеполагания. Безусловно, критерий максимизации доходов собственника, который, по сути, является основным инвестором в случае с частной компанией, наиболее объективен в оценке эффективности бизнеса, но его нельзя возводить в ранг миссии.

3. Ключевое направление адаптации концепции управления на основе стоимости, с точки зрения эффективного применения в российском бизнесе

Концепция VBM должна быть сформирована для непубличных компаний [2]. Сегодня она, по умолчанию, существует для корпораций, ценные бумаги которых представлены на фондовом рынке. В непубличных компаниях проблема максимизации стоимости компании будет по-прежнему существовать,

но более важным является поиск баланса между двумя источниками формирования акционерной стоимости: текущими экономическими выгодами (дивидендами, чистому денежному потоку, изъятому собственником, в той или иной форме) и собственно приращением стоимости бизнеса. Так как эти два источника создают своего рода конфликт стратегического характера, собственник должен выбирать, в пользу чего склониться: вкладывать текущие доходы в развитие бизнеса, повышая тем самым его стоимость, или обеспечивать рост своего благосостояния, за счет текущих доходов от бизнеса, размещая полученные средства в менее рискованных активах, нежели российский реальный сектор экономики.

Очень важно также определить уровень менеджмента, на котором будет решаться задача максимизации доходов акционеров. На наш взгляд наиболее эффективно VBM будет внедряться в многопрофильных корпорациях, а также управляющих компаниях, где системой владения объединены несколько различных бизнес-направлений на корпоративном уровне.

Выводы

Концепция VBM на данный момент разработана для корпораций – открытых акционерных обществ, имеющих обращение собственных ценных бумаг на фондовом рынке и широкий круг акционеров. Применение VBM в непубличных компаниях невозможно в существующем ее виде, что является одним из основных сдерживающих факторов развития и широкого использования этой концепции управления в России.

В целом необходима разработка нового инструментария, для решения всех ключевых задач корпоративного управления, основной финансовой целью которого будет определена максимизация доходов собственников компании.

Целесообразность использования концепции управления на основе стоимости в непубличных компаниях заключается в том, что собственники таких компаний – это, прежде всего, инвесторы, а значит максимизация доходов собственников – это задача обеспечения эффективности вложенных средств, и, соответственно, притока капитала в реальный сектор экономики.

Список литературы:

1. 200 крупнейших непубличных компаний [Текст] // Журнал Forbs. – 2009. – № 10. – С.88-180
2. Бобошко Д.Ю. Управление на основе стоимости (Value Based Management) в непубличных компаниях [Текст] / Д.Ю. Бобошко. – М.: Социально-гуманитарные знания, 2009. – 142 стр.
3. Емельянов А.М., Шакина Е.А. Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью. // Корпоративные финансы. – 2008. – №4. [электронный ресурс] – Режим доступа. URL: <http://www.ecsocman.edu.ru/cfjournal/msg/328097.html>
4. Кашин С. Стоит ли хорошо стоять. // ЦРРТ Консалт. [электронный ресурс] – Режим доступа. URL: http://www.crrt-consult.ru/?module=stat&page_id=73
5. Мартин Дж. Д., Петти Дж. В. VBM – управление, основанное на стоимости. Корпоративный ответ революции акционеров [Текст] / Дж. Д. Мартин, Дж. В. Петти – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2006. – 272 с.