**Ценность фирмы и поощрение менеджеров**

Если открыть любой из годовых отчетов практически каждой крупной западной компании за последние десять лет, сразу бросается в глаза тот факт, что центральная идея, представляемая читателям на первой же странице, — это ориентация компании на «создание и повышение ценности» (value creation).

В отчете американской корпорации Coca-Cola подчеркивается: «Мы существуем для того, чтобы создавать ценность для наших акционеров в долгосрочной перспективе путем построения бизнеса, основанного на использовании и усилении торговых марок компании». Германская Bayer, не забывая и других стейкхолдеров, все-таки ставит на первое место именно акционеров: «Наша цель — устойчивый рост ценности корпорации и создание добавленной ценности в интересах наших акционеров, наших работников и общества в каждой стране, где мы ведем операции».

**Противоречие.**

Необходимость оценки инвестиционных проектов с точки зрения интересов владельцев фирм уже давно является общепризнанной в финансовом менеджменте. Однако в том, что касается оценки достигнутой эффективности, практика компаний очень долгое время базировалась на показателях, традиционно применяемых в финансовом анализе. На протяжении десятилетий существовало противоречие между рекомендациями по оценке новых проектов, которые менеджер получал в учебниках по финансовому менеджменту, и указаниями по оценке текущей эффективности фирм, предлагаемыми в книгах по финансовому анализу. На что в действительности ориентировался менеджер, зависело от принятой в фирме системы поощрения. Очень часто это были краткосрочные цели, легко «улавливаемые» стандартными показателями финансового анализа.

Методы финансового анализа позволяют рассчитать систему необходимых показателей «отдачи» в форме соответствующих финансовых коэффициентов, то есть количественных показателей эффективности, которые менеджеры корпорации собираются поддерживать на некотором заданном уровне. Используя содержащиеся в обычной финансовой отчетности данные, аналитики могут легко определить значения рентабельности продаж, активов, акционерного капитала, привлеченного капитала и другие показатели. В качестве базы для сравнения при анализе показателей могут выступать исторические значения, данные о других подразделениях фирмы, данные о других предприятиях отрасли.

Однако финансовые коэффициенты в большинстве своем не учитывают повышения ценности для акционеров. В то же время рекомендации по оценке новых проектов требовали использования в качестве основного инвестиционного критерия показателя чистой текущей ценности (NPV) проекта, непосредственно отражающего ожидаемое повышение ценности бизнеса с точки зрения его владельцев.

Можно назвать две причины, по которым противоречие между двумя подходами «разрешалось», как правило, в пользу ориентации на показатели финансового анализа. Во-первых, именно достижение целевого уровня ряда финансовых коэффициентов традиционно использовалось в фирмах в качестве основы для построения системы поощрения менеджеров. Во-вторых, только в очень немногих компаниях была внедрена система мониторинга результатов осуществления инвестиционных проектов (выявить «вклад» конкретного проекта в общие результаты бизнеса многопрофильной фирмы обычно крайне непросто).

**Ценностно-ориентированный менеджмент.**

Снять очевидное противоречие можно было только «развернув» систему оценки бизнеса с точки зрения интересов его владельцев из «будущего», где ценностно-ориентированные оценки получили распространение достаточно давно, в «прошлое», то есть в сферу оценки показателей эффективности, уже достигнутой фирмой. Такой «разворот» и лег в основу современного направления в теории менеджмента, получившего название «управление, ориентированное на ценность», или «ценностно-ориентированный менеджмент», который был впервые описан в 1986 году А. Раппапортом в книге Creating Shareholder Value. Сам термин «управление, ориентированное на ценность» (VBM, value based management) был предложен Дж. МакТаггартом.

Системы управления, ориентированные на увеличение ценности фирмы, получили распространение в мировой практике в последнее десятилетие. В США корпорации уделяют внимание таким системам начиная с 1980-х, в Европе — с 1990-х годов. Менеджеры крупных корпораций все чаще используют для оценки текущей эффективности корпораций в целом и их подразделений новые показатели. В них соединяются текущие измерители, отражающие результаты работы фирмы за год (полгода, квартал), с предписываемыми финансовой теорией индикаторами максимизации ценности для акционеров (shareholder value maximisation, SVM). С помощью такого единого критерия любые управленческие решения (инвестиционные, финансовые, иные) можно оценивать исходя из того, насколько они увеличивают ценность фирмы. В частности, многие многонациональные корпорации стали включать в свои годовые отчеты такие показатели, как экономическая добавленная ценность, отдача инвестиций, рассчитанная с помощью денежных потоков, и ряд других.

**Что такое ценность?**

Создание ценности — одна из фундаментальных категорий современного менеджмента, в частности управления финансами компании. Для действующей фирмы создание ценности означает по существу увеличение ценности фирмы (firm’s value), иными словами, увеличение богатства ее владельцев (в акционерном обществе — богатства акционеров).

Если попытаться в простых словах определить, что такое ценность фирмы, то можно сказать, что это то, чего стоит фирма. Наверное, поэтому в российской практике ценность фирмы часто называется стоимостью фирмы, хотя термин «ценность» больше подходит для описания современной управленческой философии. Заметим, что в глазах различных потенциальных владельцев ценность одной и той же фирмы может быть различной, что и делает возможным получение экономического эффекта от приобретения компаний. По тем же соображениям неудачным представляется использование в русском языке такого перевода понятия value-based management как «управление стоимостью компании».

На практике необходимость знать величину ценности фирмы возникает в частности:

1) при анализе реакции рынка на информацию о фирме (изменение котировок акций);

2) при подготовке сделок по купле-продаже предприятий; 3) при определении размера поощрения менеджеров.

**Ценностное мышление.**

В основе менеджмента, ориентированного на ценность, лежит ценностное мышление. Такое мышление предполагает, что все аспекты управления фирмой должны быть подчинены единой цели, и для оценки их эффективности следует использовать схожие механизмы. При этом главная цель менеджмента — это максимизация богатства владельцев фирмы, то есть максимизация ценности капитала, принадлежащего этим владельцам (максимизация ценности собственного капитала). Это эквивалентно возрастанию ценности фирмы.

Эффективное ценностно-ориентированное управление требует знания менеджерами факторов ценности, то есть тех переменных, которые влияют на ценность фирмы. Эти переменные описывают различные управленческие решения в фирме — инвестиционные, финансовые, операционные (в области производства, снабжения, маркетинга, персонала и пр.). Инвестиционные решения, предопределяющие объем необходимых вложений, будущие реализационные поступления и норму прибыли, и финансовые решения, включающие в себя решения относительно структуры капитала, дивидендов и отношения к риску, выступают при этом как часть общей стратегии фирмы.

**Новые показатели эффективности.**

Важным преимуществом систем ценностно-ориентированного менеджмента является возможность использовать для оценки потенциальных проектов, предполагающих будущие доходы, и для контроля эффективности деятельности фирм и их подразделений за прошедший период критерии, построенные на одних и тех же принципах. Представляется, однако, что методы, применяемые в рамках ценностно-ориентированного менеджмента, целесообразнее использовать именно для оценки фактической эффективности работы фирмы, а также для согласования интересов собственников фирм и наемных менеджеров путем привязки премий менеджеров к показателям роста ценности акционерного капитала. Что касается оценки отдельных проектов, то здесь вполне можно обходиться такими критериями, основанными на методе дисконтированных денежных потоков, как NPV и IRR, а также модификации этих показателей.

Практическими инструментами управления, ориентированного на ценность, позволяющими проанализировать действительное изменение ценности фирмы, являются Shareholder Value Analysis (SVA), предложенный А. Раппапортом в 1986 году, и показатель «экономической добавленной ценности» (economic value added), основанный на идеях немецкого научного общества Schmalenbach-Gesellschaft и зарегистрированный в качестве торгового знака EVA® консультационной компанией Stern Stewart в 1990 году.

Показатель EVA® может использоваться для оценки фактически полученных фирмой результатов (изменения ценности). Он определяется как достигнутое в отчетном периоде (например, в отчетном году) превышение суммы «чистой операционной прибыли минус скорректированные налоги» (так называемый показатель NOPLAT) над «затратами на обслуживание капитала», то есть суммой, требуемой, чтобы рассчитаться с инвесторами и кредиторами.

Компании используют различные модификации показателя экономической добавленной ценности, а также модификации показателя рентабельности, рассчитанного на базе денежных (а не бухгалтерских) потоков. Показатель EVA® и его модификации позволяют измерить результаты деятельности фирмы в любом отдельно взятом году (или ином периоде). Как было замечено журналистами из Fortune, «EVA обещает трансформировать концепцию создания стоимости из простого слогана в мощный управленческий инструмент, даже, возможно, переведет финансовый менеджмент из рядовых в генералы!"

**Увеличение ценности и поощрение менеджеров.**

Так как показатель экономической добавленной ценности и его модификации могут использоваться для планирования и мониторинга эффективности фирмы в целом и ее отдельных подразделений, эти показатели можно заложить в основу системы поощрения менеджеров фирмы.

Различные модификации показателя экономической прибыли взяты на вооружение уже многими корпорациями. Они призваны снять противоречие между оценками эффективности использования финансовых источников, за счет которых формируются активы, и вознаграждением менеджеров фирмы, задача которых — обеспечить поддержание и создание ценности. В соответствии с основными принципами ценностно-ориентированного менеджмента поощряться должны такие действия менеджеров, которые обеспечивают создание и повышение ценности фирмы. Именно таким образом построенная система поощрения менеджеров отвечает интересам владельцев фирмы.

**Новый взгляд на бизнес-обучение.**

Распространение идей ценностно-ориентированного менеджмента может изменить структуру и содержание отдельных программ бизнес-обучения. Например, в 2006 году слушателям ИМИСП, наряду с традиционной, будет предложена новая версия программы МВА, в которой структурными составляющими станут не привычные дисциплины «Стратегия», «Маркетинг», «Финансы», «Человеческие ресурсы» и другие, а отдельные проблемы, с которыми сталкивается современное предприятие. Пути решения этих проблем будут рассматриваться с междисциплинарных позиций на базе идей, сформулированных в ценностно-ориентированном менеджменте. Это означает, что, поскольку целью бизнеса является максимизация ценности акционеров, любое решение должно оцениваться исходя из того, увеличивает ли оно эту ценность и насколько.

Понятно, что новый подход к дизайну программы МВА потребует и новых форм работы со слушателями. Так, многие проблемные сессии предполагается проводить с участием нескольких преподавателей одновременно. Кейсы, предлагаемые слушателям для анализа, будут «проблемно-ориентированными», требующими одновременного взгляда менеджера по стратегии, маркетолога, финансового аналитика, эксперта по управлению человеческими ресурсами и другими специалистами. Рекомендации, которые предстоит выработать слушателям, должны быть максимально увязанными между собой и в совокупности быть нацеленными на повышение ценности фирмы.

**Ценностно-ориентированный менеджмент в корпорации Bayer.**

В германской фармацевтической корпорации Bayer интегрированная система корпоративного управления, ориентированного на ценность, действует с начала 1997 года. По мнению менеджеров Bayer, управление ценностью предполагает новый способ мышления с переносом акцентов на долгосрочные цели в сравнении с индивидуальными краткосрочными задачами. В основе системы лежит простая идея: так как источником средств для капитальных вложений в бизнес служат средства, предоставляемые рынком капитала, управление ценностью должно основываться на рыночных условиях. Всякий проект должен обеспечивать доходность, как минимум равную требованиям рынка, где привлекается инвестируемый капитал, а также покрывать затраты на воспроизводство соответствующих активов в процессе их износа. Такая минимальная доходность, известная как «барьерная ставка», определяется в качестве ориентира в корпорации ежегодно.

В корпорации Bayer барьерная ставка представлена в форме CFROI (cash flow return on investment). Это доходность капитала, рассчитанная на базе денежных потоков. Значение этого индикатора публикуется в годовых отчетах Bayer наряду с традиционными показателями финансового анализа. В 2000 году значение CFROI по группе в целом равнялось 11,5% (в 1999 году — 9,8%). В отдельных сегментах бизнеса корпорации значение этого показателя составило: фармакология — 15,4%, продукция для сельского хозяйства — 13,9%, полимеры — 11,2%, химические продукты — 9,8%. По регионам картина в 2000 году выглядела следующим образом: Европа — 13,4%, Северная Америка — 11,3%, Азиатско-Тихоокеанский регион — 13,7%, Латинская Америка, Африка и Ближний Восток — 15,4%. С помощью данного показателя можно проводить сравнительный анализ эффективности различных направлений деятельности МНК.

Значение CFROI рассчитывается делением суммы годового валового денежного потока (gross cash flow — GCF), модифицированной формы чистого денежного потока, на объем привлеченного капитала (capital invested — CI), то есть суммы основных активов и оборотного капитала. В 2000 году показатель GCF составил 4,031 млрд евро, а CI — 35,103 млрд евро. Соответственно, значение CFROI оказалось равным 4,031 / 35,103 = 11,48 процента.

Сознавая некоторые ограничения в интерпретации показателя CFROI, менеджеры Bayer решили в качестве базиса для целей планирования и мониторинга эффективности использовать показатель «добавленной денежной ценности» (cash value added — CVA). Этот показатель определяется как превышение суммы годового денежного потока над суммами, требуемыми для того, чтобы рассчитаться с инвесторами и кредиторами и чтобы заместить изношенную часть основных активов. В 2000 году значение CVA в Bayer оказалось равным 741 млн евро. Менеджеры корпорации стремятся к тому, чтобы значение CVA увеличивалось каждый год в сравнении с предыдущим.