

С. В. Киселев, А. Р. Мурасова

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ФИРМЫ

*Ключевые слова: управление стоимостью, информационная асимметрия, дивиденд.**В статье описана концепция управления стоимостью фирмы, которая доказывает необходимость обеспечения роста рыночной стоимости компании и ее акций.**Keywords: value based management, information asymmetry, dividend.**The article describes the concept of value based management that proves the need of growth in the company's market value and its stock.*

Управление стоимостью фирмы - это новое направление в управлении, появление которого обусловлено интересами собственников фирмы. Для последних стоимость фирмы является единственным критерием оценки его финансового благополучия, который дает комплексное представление об эффективности управления бизнесом. Объем продаж, прибыль, себестоимость, финансовые показатели (ликвидность, финансовая устойчивость, оборачиваемость активов и эффективность) являются как бы промежуточными характеристиками отдельных экономических аспектов деятельности компании. И лишь ее стоимость служит общим показателем.

В настоящее время все большую актуальность приобретает концепция управления стоимостью компании. Концепция стоимости принята экономическим сообществом в качестве базовой парадигмы развития бизнеса. Концепция стоимости советует отказаться от неэффективных бухгалтерских критериев успешности функционирования компании и принимать во внимание только один критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов — вновь добавленная стоимость.

Большой вклад в популяризацию стоимостного подхода к управлению внесли сотрудники консалтинговой компании McKinsey. Книга партнеров компании Тома Коупленда, Тима Коллера и Джека Мурина «Стоимость компаний: оценка и управление», стала бестселлером деловой литературы во многих странах мира, в т.ч. и в России [1].

Концепция управления стоимостью фирмы предполагает, что менеджеры предприятия нацелены на действия и управленческие решения, которые увеличивают не столько текущие, либо надежно планируемые на ближайший период прибыли, сколько создают основу для получения гораздо больших и даже, возможно, четко не прогнозируемых прибылей в более отдаленном будущем, что, однако, способно резко повысить текущую стоимость предприятия [2].

Суть концепции управления стоимостью компании заключается в том, что управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости компании и ее акций. Т.е. все устремления компании, аналитические методы и приемы менеджмента должны быть направлены на одну общую цель: помочь компании максимизировать свою стоимость, строя процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости. В силу

огромной практической значимости вопросы в рамках концепции управления стоимостью получили широкое отражение в научных и практических исследованиях.

В настоящее время концепция стоимости принята экономическим сообществом в качестве базовой парадигмы развития бизнеса. Концепция стоимости советует отказаться от неэффективных бухгалтерских критериев успешности функционирования компании и принимать во внимание только один критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов — вновь добавленная стоимость.

Сегодня концепция управления стоимостью — самая модная концепция в области финансов. Но как показывает опрос с Ассоциацией менеджеров России российских финансовых директоров, пессимистов и консерваторов в оценке перспектив этой концепции в России хватает. Хотя те или иные элементы концепции управления стоимостью пробовали внедрить практически в каждой компании, в ее полную реализацию верят лишь 57% опрошенных. И лишь не многие заявили, что управление стоимостью успешно используется в практике их компаний [3].

На практике выбор политики дивидендов не является отдельным решением — он осуществляется параллельно с определением структуры капитала и плана капитальных вложений. Главная причина такого совместного процесса принятия решений — асимметричная информация [4].

В основном менеджеры не хотят выпускать новые обыкновенные акции. Во-первых, новые акции подразумевают расходы на выпуск — комиссионные, гонорары и т.д., которых можно избежать, используя нераспределенную прибыль для финансирования увеличения собственного капитала фирмы. Кроме того потенциальная асимметричность информации является причиной того, что инвесторы рассматривают выпуск новых обыкновенных акций как негативный сигнал, что заставляет их снижать свои ожидания относительно будущих перспектив фирмы. Как результат — объявление о выпуске акций обычно сопровождается снижением цены на акции фирмы. Учитывая общие затраты, такие как затраты на выпуск, и негативное влияние асимметричной информации, менеджеры в большинстве случаев предпочитают использовать нераспределен-

ную прибыль как основной источник собственных денежных средств.

Ввиду информационной асимметрии аналитики и инвесторы рассматривают изменение дивидендов как сигналы менеджеров об их отношении к перспективам фирмы. Таким образом, снижение или, что еще хуже, невыплата дивидендов, как правило, оказывает значительное негативное воздействие на цену акций фирмы. Поскольку менеджеры осознают это, они стремятся устанавливать достаточно низкие в стоимостном выражении дивиденды с тем, чтобы свести к минимуму возможность их снижения в будущем [4].

Влияние асимметричной информации на политику дивидендов очевидно. Насколько это возможно, менеджеры уклоняются как от выпуска новых обыкновенных акций, так и от снижения дивидендов, поскольку оба действия ведут к падению цены акций. Таким образом, при выборе политики дивидендов менеджеры в первую очередь заботятся о будущих инвестиционных возможностях фирмы, исходя из доступности внутренних источников средств, поскольку объем капитала, необходимого для новых инвестиций, выдвигает определенные требования к размеру собственного капитала в будущем. Целевая структура капитала также играет свою роль, но так как оптимальная структура капитала варьирует на некотором интервале, фирмы могут изменять реальную структуру капитала от года к году. Поскольку наилучшим вариантом является отказ от выпуска новых обыкновенных акций, в целях планирования устанавливается такая долгосрочная доля выплаты дивидендов, которая позволит фирме удовлетворить ее потребности в собственном капитале за счет нераспределенной прибыли. В сущности, менеджеры используют остаточную модель для определения дивидендов, но в рамках долгосрочного планирования. Наконец, текущие дивиденды в долларовом исчислении устанавливаются таким образом, чтобы максимально уменьшить вероятность снижения или невыплаты однажды установленных дивидендов. Конечно, выбор дивидендов делается в ходе процесса планирования, поэтому существует некая неопределенность в отношении будущих инвестиционных возможностей и операционных денежных поступлений.

Таким образом, в любой отдельный год фактическая доля выплаты дивидендов может быть выше или ниже долгосрочного целевого показателя, но величина дивидендов в долларовом исчислении останется неизменной или повысится в соответствии с планом, если только финансовое положение фирмы не ухудшится до такой степени, что она не сможет придерживаться запланированной политики. Стабильный или растущий поток дивидендов в течение долгого периода свидетельствует о том, что финансовое положение фирмы находится под контролем. Стабильные дивиденды уменьшают степень неопределенности, существующей у инве-

сторов, и тем самым снижают негативный эффект нового выпуска акций, если последний станет абсолютно необходимым.

В основном фирмы с превосходными инвестиционными возможностями устанавливают более низкие нормы выплаты, чем фирмы со слабыми инвестиционными возможностями, потому что планы по реализации серьезных возможностей роста требуют увеличения собственного капитала для их обеспечения. Степень неопределенности также влияет на выбор. Если имеется высокая степень неопределенности в прогнозе свободного потока денежных средств, который определяется здесь как операционный денежный поток фирмы за вычетом расходов для финансирования обязательных инвестиций, то наилучшим подходом будет консервативный — установить менее высокие долларовые дивиденды, учитывая сравнительно большую вероятность того, что будущие прибыли окажутся меньше прогнозных. Фирмы, чьи инвестиционные возможности могут быть отсрочены, позволяют себе устанавливать более высокие долларовые дивиденды, поскольку в трудные времена инвестиции можно отсрочить на год - другой, увеличив тем самым фонд выплаты дивидендов [4].

Также необходимо отметить о влиянии дробления акций на их цену. С точки зрения чистой экономики дробление акций не приносит ничего, кроме дополнительного расхода бумаги. Однако это обеспечивает менеджерам относительно недорогой способ просигнализировать о том, что перспективы фирмы хороши [5].

Из всего вышесказанного можно сделать вывод, что концепция управления стоимостью компании заключается в том, что управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости компании и ее акций. Т.е. все устремления компании, аналитические методы и приемы менеджмента должны быть направлены на одну общую цель: максимизировать стоимость компании, строя процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости. В силу огромной практической значимости вопросы в рамках концепции управления стоимостью получили широкое отражение в научных и практических исследованиях.

Литература

1. Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции добавленной стоимости. //Финансовый менеджмент, 2003. - №6.с.52-61
2. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учеб. пособие. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001, 399 с.
3. Кашин С. Стоит ли хорошо стоять. //Секрет фирмы., 2006. №2
4. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-х т./ Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. - СПб: Экономическая школа, 1997г. -497с.
5. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. - М. Финансы и статистика, 2006 – 768с.