



# УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА НА ОСНОВЕ БАЛАНСА ИНТЕРЕСОВ

**А.С. ТОНКИХ**

профессор Глазовского инженерно-экономического института

**А.В. ИОНОВ**

соискатель Глазовского инженерно-экономического института

В современной экономике определяющей целью существования фирмы является максимизация богатства владельцев фирмы. Благосостояние собственников предприятия складывается из текущих доходов и доходов от роста капитализации фирмы. Второй источник доходов, как правило, вносит основной вклад в изменение совокупного богатства инвесторов. Так, например, одним из богатейших людей мира является Билл Гейтс, совладелец компании «Майкрософт». При этом, что в своей многолетней истории «Майкрософт» ни разу не выплачивал дивиденды. Можно привести и другие примеры.

Этот факт легко объясним. Размер выплачиваемых дивидендов ограничен размером полученной прибыли, тогда как рост стоимости акций практически ничем не ограничен. В связи с этим, в умах человечества зародилась идея целенаправленного воздействия на показатель капитализации (рыночной стоимости) бизнеса, с целью увеличения совокупного богатства собственников. В конечном итоге, это вылилось в возникновение нового течения в теории менеджмента, получившего название *концепции управления стоимостью предприятия*.

Суть этой концепции сводится к следующему. Все действия, управленческие решения, методы и приёмы менеджмента должны быть направлены к одной главной цели: *способствовать росту стоимости бизнеса*. Подчеркнём, что в отличие от большинства современных исследователей мы намеренно говорим не о максимизации стоимости, а именно о её росте. Более того, был проведён ряд исследований [1], выводы которых позволили утверждать, что фирмы, использующие в качестве главного объекта управления стоимость бизнеса,

имеют явные конкурентные преимущества перед фирмами, ориентированными на другие экономические критерии своей деятельности.

Под рыночной стоимостью будем понимать ту цену, по которой объект оценки может быть продан на рынке в условиях конкуренции. Понятно, что пока объект оценки не выставлен на продажу, в определении стоимости бизнеса будет наблюдаться вариативность оценок. В частности, это обусловлено *противоречиями, заложенными в показателе рыночной стоимости бизнеса*.

1. *Стоимость бизнеса можно объективно оценить*. На самом деле невозможно учесть огромное количество факторов, как объективных, так и субъективных, оказывающих влияние на рыночную стоимость акций предприятия. Среди трудно- и неформализуемых факторов – слухи, ожидания рынка, возможность манипулирования рынком, рефлексивность [2], политическая ситуация, сговор субъектов рынка и т.д. Кроме того, в распоряжении предприятия имеется ряд инструментов, позволяющих воздействовать на рыночную стоимость своих акций: выкуп собственных акций, их дробление и консолидация, увеличение суммы активов за счёт заёмных ресурсов, объявление о слиянии или поглощении и т.д. Сознательно используя названные инструменты, компания может в определённых пределах воздействовать на собственную стоимость.

2. *Рыночная стоимость – наиболее точный показатель того, сколько стоит компания*. В данном случае предполагается, что рынок информационно эффективен, то есть инвесторы, принимая решения, обладают полной информацией относительно деятельности компании. Но даже на раз-

витых рынках информация обладает свойством асимметрии, то есть субъекты рынка пользуются разной информацией и вынуждены доверять информации, адаптированной кем-то, что создаёт предпосылки для неадекватной оценки стоимости фирмы. Естественно, что на рынках, находящихся в процессе становления, проблема точности оценки только усугубляется.

3. *Повышение стоимости бизнеса должно быть главной целью менеджмента.* На практике цель менеджера, как и любого рационального экономического субъекта, – максимизация собственных выгод. Стоимость бизнеса выражает, прежде всего, интересы акционеров корпорации и почти не связана с интересами менеджеров. Тем самым создаётся перекос в балансе корпоративных интересов в сторону собственников и ситуация напряженности в корпоративных отношениях, что в конечном итоге может привести к корпоративному конфликту. В таких условиях говорить о достижении наилучших результатов деятельности, устраивающих большинство участников корпоративных отношений, не приходится. Механизмы, увязывающие благосостояние менеджера с рыночной стоимостью компании, например с помощью опционов, не работают. В результате менеджеры не заинтересованы в повышении стоимости бизнеса. Таким образом, стоимость компании может играть роль одного из ключевых приоритетов деятельности менеджеров, но не единственного для них.

4. *Собственники всегда заинтересованы в повышении стоимости принадлежащего им бизнеса.*

Собственники, также как и менеджеры, стремятся к собственным выгодам. Для собственника, озабоченного текущим потреблением, могут не представлять никакой ценности выгоды, связанные с долгосрочными перспективами компании. Ему может быть выгоднее продать акцию сегодня за сто рублей, чем через три года за тысячу и не только потому, что он не верит в перспективу. Возможен обратный случай, когда собственник ни за что не согласится продать бизнес, скажем, за сто миллионов, тогда как его реальная стоимость ни при каких условиях не превышает пятидесяти. То есть, цели собственника весьма разнообразны и это необходимо учитывать в оценке деятельности корпораций. Стоимость фирмы не отражает этого многообразия и по этой причине не может выражать интересы не только менеджеров компании, но и даже её собственников.

5. *Критерий стоимости фирмы может выражать интересы государства.* Однако решения, повышающие стоимость бизнеса, могут ущемлять государственные интересы. Так снижение налоговых платежей увеличивает стоимость компании, но не соответствует потребностям обще-

ства. Банкротство «ЮКОСа» – наглядный тому пример. Противники банкротства мотивировали прекращение судебного преследования компании именно тем, что она имела наибольшую на тот момент в России капитализацию, а это отвечает государственным интересам в области повышения инвестиционной привлекательности страны. При этом высокая капитализация компании была достигнута, в том числе, и за счёт недоплаты налоговых платежей. Учитывая это, государство, выражающее интересы общества, сочло более важным взыскание недоплаченных налогов, чем повышение инвестиционного имиджа в глазах мирового сообщества.

Есть и другие причины *вариативности оценок рыночной стоимости.*

Например, предполагается, что, будучи владельцем или совладельцем фирмы, инвестор рассчитывает на получение определённой выгоды. Базовая модель оценки фирмы в этом случае выглядит так:

$$C\Phi = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{B_k}{(1 + D_{ж})^k}, \quad (1)$$

где  $C\Phi$  – стоимость фирмы;

$B_k$  – размер выгоды (дохода) в период  $k$ ;

$D_{ж}$  – требуемая (желаемая) доходность для инвестора.

Выгода инвестора, как правило, ассоциируется с доходом. Доход инвестора от владения фирмой складывается из двух составляющих:

$$B = D_T + D_K, \quad (2)$$

где  $D_T$  – текущие доходы инвестора (дивиденды, проценты и т.п.);

$D_K$  – доход от капитализации, то есть изменение стоимости актива за определённый период времени.

Учитывая, что оценка стоимости фирмы происходит на какой-то конкретный момент времени, то, обеспечив достаточно большие текущие доходы и, тем самым, увеличив математическое ожидание будущих доходов, можно существенно *увеличить рыночную стоимость.* Простой и понятный способ управления стоимостью фирмы. Однако необходимо помнить, что наращивание текущих доходов нередко сопровождается снижением долгосрочного потенциала фирмы. Износ оборудования, избыточные расходы на маркетинг, недостаток вложений в повышение квалификации персонала, невыплата дивидендов и другие подобные мероприятия способствуют существенному росту рыночной стоимости в краткосрочном периоде. Вряд ли всё это приведёт к подобному результату в долгосрочной перспективе. Отсюда

вывод, *показатель рыночной стоимости, взятый изолированно, не может служить единственным критерием успешно функционирующего предприятия. Необходима увязка показателей, характеризующих долгосрочный потенциал компании.*

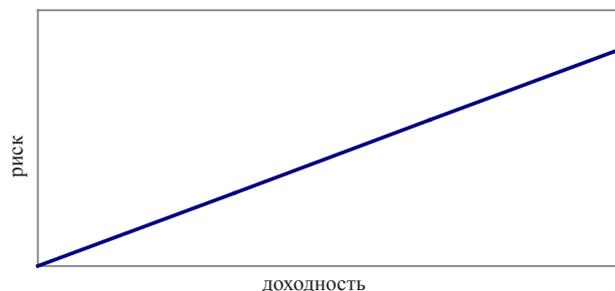
Кстати, о невыплаченных дивидендах. Один из самых успешных инвесторов современности Уоррен Баффет в своей книге [3] так описывает такой вариант увеличения рыночной стоимости компании.

В практике корпоративного управления усиление мотивации менеджеров, как правило, решается с помощью опционов на покупку акций управляемых ими компаний. Чем выше рыночная цена акций на момент исполнения опциона, тем большую прибыль получают от реализации права покупки менеджеры. Считается, что тем самым управленцы и собственники помещаются в одну финансовую лодку. Однако в реальности эти лодки сильно разнятся. Для увеличения доходов корпорации менеджеры придерживаются принципа «получаешь больше, если вкладываешь больше». То есть для этого не надо прилагать каких-то экстраординарных усилий, достаточно просто увеличить капитал. Легче всего это сделать за счёт нераспределенной прибыли: чем больше прибыли предприятия остаётся нераспределённой, тем больше прирост капитала и, следовательно, прибыли. Уместно заметить, что нераспределённая прибыль – это доход корпорации, не поступающий в карман собственника. Получается, что менеджер предприятия работает тем успешнее, чем больше он залезает в карман владельца. В этом случае управляющие выигрывают в стоимости опциона за счёт нераспределённой прибыли, а не потому, что так хорошо распоряжаются капиталом, находящимся в их руках. Менеджер получит существенную прибавку к жалованию за счёт акционера, просто удерживая большую часть прибыли собственника, причём, как правило, независимо от результативности своей деятельности. Становится очевидным *порочность практики увеличение рыночной стоимости акций за счёт увеличения текущих доходов корпораций.*

Необходимо отметить ещё один важный момент в управлении рыночной стоимостью – это *субъективизм оценки*. Действительно, рассмотрим формулу (1). Субъективизм проявляется в оценке двух параметров. Во-первых, субъекты оценки имеют собственное представление о будущих доходах. Они обладают различной информацией, пользуются разными методами прогнозирования, имеют неодинаковые профессиональные навыки и опыт, кто-то с оптимизмом смотрит в будущее, кто-то с пессимизмом. В результате прогнозные оценки будущих доходов могут сильно разниться. Во-вторых, инвесторы имеют различные требования по

норме доходности, которая зависит, в том числе, от их склонности к риску. Зависимость этих двух параметров хорошо известна из теории финансового менеджмента. Кратко напомним основные положения.

Зависимость риска от доходности – прямая пропорциональность (см. *рис. 1*).



*Рис. 1. Зависимость риска вложений от доходности*

Чем большую доходность предпочитает инвестор, тем в большей степени он должен быть готов к неполучению или недополучению этой доходности. Отсюда вытекают две задачи управления инвестициями:

1. Получение максимальной доходности при заданном уровне риска.
2. Минимизация риска при установленной ставке доходности.

Однако, чаще всего, ставится иная задача, которая получила название компромисса между риском и доходностью. А именно, достижение какого-то разумного соотношения между риском и доходностью. Естественно, у каждого своё понятие о «разумном соотношении», соответственно, и приемлемая норма доходности также своя.

Всё это приводит к тому, что *даже при равнодоступности информации, оценки рыночной стоимости бизнеса могут существенно отличаться* в зависимости от субъекта оценки, что существенно затрудняет управление рыночной стоимостью.

Вывод ценных бумаг предприятий на биржу заметно облегчает процесс оценки. При этом, обязанности оценщика вменяются фондовому рынку. В этом случае, стоимость бизнеса складывается как результат соотношения спроса и предложения ценных бумаг предприятия на бирже. Вроде бы, достаточно надёжный инструмент формирования рыночной стоимости. Однако и здесь есть нюансы, которые необходимо учитывать при управлении стоимостью бизнеса.

Как уже отмечалось, менеджеры часто ориентируются на краткосрочный рост котировок акций. Связано это с тем, что акционеры пытаются мотивировать менеджмент на достижения определенных ключевых показателей, основным из которых является капитализация. Как правило, для этого применяются опционные программы, недостаток

которых мы описали чуть выше. Другой вариант – когда бонусы руководителей напрямую зависят от динамики курса акций. В [4] приводится пример неэффективности подобной практики, когда одна российская фирма, где менеджеры, борясь за капитализацию, активно сокращали издержки, в том числе урезали инвестиции в оборудование. В результате акции выросли в цене, менеджеры получили бонус, но компания потеряла возможность стабильно развиваться. Кроме того, громкие корпоративные скандалы, связанные с махинацией с финансовой отчётностью, являются, как раз, следствием подобных мотивационных программ. Там же справедливо замечено, что в современных реалиях эффективность менеджмента оценивают по другим показателям, например, по рентабельности инвестиций, совокупному доходу на акцию с учётом дивидендов и т.д. То есть на лицо попытки ориентироваться при управлении рыночной стоимостью на несколько взаимосвязанных показателей: прибыль, стоимость активов, сумма выплаченных дивидендов плюс уже упомянутая капитализация. Именно *на взаимосвязке основных показателей деятельности должен быть построен современный инструментарий управления рыночной стоимостью*. Это положение является ключевым в дальнейшей проработке методологии управления стоимостью бизнеса.

Обычно выделяют две группы факторов стоимости бизнеса: фундаментальные показатели и корпоративное управление. К фундаментальным факторам относят те параметры, которые определяют будущие денежные потоки и, согласно формуле (1), определяют текущую стоимость бизнеса. Концепции практические методы управления ключевыми фундаментальными показателями хорошо известны и отработаны. Однако здесь есть один существенный момент, который необходимо учитывать при управлении фундаментальными показателями. Опишем его.

Пусть рост фундаментальных показателей: выручки, активов и прибыли за три предыдущих года составил (табл. 1):

Таблица 1

Показатель	Темпы роста, %		
	1 год	2 год	3 год
Выручка от реализации	105	106	117
Совокупные активы	102	108	120
Чистая прибыль	110	112	115

Такое представление информации, скорее всего, послужит основой утверждения, что за последние годы деятельность предприятия находится на высоком уровне и, более того, имеет тенденцию к улучшению. Темпы роста представленных показателей только подтверждают это – они увеличи-

ваются всё более быстрыми темпами. Тем не менее, произведём простое преобразование таблицы. Заменяем значения темпов роста рангами этих характеристик, рассчитанными в порядке убывания. Ранжирование позволит сравнить, какой из показателей растёт более быстрыми темпами, а какой медленнее всего (табл. 2).

Таблица 2

Показатель	Ранги темпов роста		
	1 год	2 год	3 год
Выручка от реализации	2	3	2
Совокупные активы	3	2	1
Чистая прибыль	1	1	3

Специалистами в области корпоративных финансов отмечается так называемое «золотое» правило: «Темп роста прибыли должен быть больше темпа роста выручки, последний должен быть больше темпа роста активов...».

Исходя из этого, не проводя специальных расчётов, можно увидеть, что, несмотря на ежегодный рост показателей, а также ускорение темпов их роста, положение во втором году ухудшилось, а не улучшилось, а к третьему году ещё более усугубилось.

Пример очень упрощённый, но он подчёркивает суть проблемы. *Выбор и обоснование вклада отдельных показателей в итоговую стоимость компании затруднён в силу их неоднородности*, и здесь, как правило, субъективизм оценок может значительно исказить искомый результат. Следовательно, *инструментарий управления рыночной стоимостью бизнеса должен учитывать взаимосвязи неоднородных показателей*, устранять субъективизм оценок, выявлять наиболее значимые факторы формирования стоимости.

Вторая составляющая рыночной стоимости – это корпоративное управление. В *корпоративное управление трактуется как совместная деятельность владельцев бизнеса и нанятых ими менеджеров по обеспечению справедливого баланса интересов* [5]. Формирование корпоративных отношений должно удовлетворять не только интересы инвесторов, но и обеспечивать достаточную самостоятельность менеджерам и создавать условия для их инициативы. Любой перекося в балансе в ту или иную сторону грозит серьёзными проблемами. В случае излишней зарегулированности деятельности менеджеров корпорация неизбежно теряет гибкость, что ослабляет конкурентные позиции предприятия в быстро меняющейся среде. В случае дисбаланса интересов в сторону менеджеров возникает неудовлетворённость акционеров, которые начинают принимать соответствующие меры – от их увольнения до ликвидации предприятия, что невыгодно ни менеджерам, ни владельцам.

Предполагается: *чем выше сбалансированность корпоративных отношений, тем выше стоимость бизнеса.* Следовательно, целенаправленно воздействуя на баланс интересов, можно управлять стоимостью предприятия.

В реальной жизни на менеджеров обрушивается лавина параметров, которыми рекомендуется измерять стоимость. Сторонники тех или иных показателей рыночной стоимости приводят различные доводы их предпочтительности по сравнению с другими показателями. Однако, как справедливо замечено, совершенных показателей результативности не существует. Единственным объективным критерием является стоимость, которая формируется рынком. Но, как уже отмечалось, не все предприятия торгуются на рынке и, кроме того, участники рынка имеют собственное представление о справедливой цене, основанное на каких-то показателях результативности. Инвесторы используют различные показатели, следовательно, их представления о справедливой стоимости не совпадают. Тем не менее, предприятие не может иметь одновременно несколько рыночных стоимостей. Возникает вопрос: чьё мнение о стоимости бизнеса более справедливо?

Для решения этой проблемы многими специалистами используются комплексные системы, где сочетаются разные экономические показатели, описывающие различные аспекты деятельности компании. На их основе описываются процессы управления стоимостью бизнеса. Нами предлагается следующая *схема образования стоимости фирмы* (рис. 2).

Факторы создания стоимости, взаимодействуя, приводят к результатам, выражающимся некими финансовыми показателями. В них содержатся возможности извлечения стоимости. Предприятия, направляя усилия на различные факторы стоимости, обеспечивают различные финансовые результаты. Факторы стоимости и их уникальное использование обеспечивают конкурентное преимущество фирмы, являются объектом коммерческой тайны и, как следствие, не могут быть явно оценены рынком. Рынок оценивает лишь результат действия факторов стоимости – финансовые показатели. Они являются своеобразной «обёрткой» фирмы, в которой она предстаёт перед рынком. Финансовые показатели создают основу стоимости бизнеса. Именно с них начинается оценка фирмы со стороны рынка. Вот почему фирмы стараются обеспечить привлекательность своей финансовой отчётности, прибегая при этом не всегда к честным способам. Манипуляции с финансовой отчётностью в последнее время приобрели угрожающие масштабы, что заставило финансовые власти разных стран пойти на изменение законодательства.

Действительно, как часто приходится наблюдать резкий взлёт котировок акций после опубликования отчётности. *Сознательно и в рамках закона приукрашивая итоги деятельности, корпорации могут влиять на свою стоимость.* Как результат, возникновение концепции управления по ключевым показателям деятельности (KPI), тесно связанной с концепцией управления стоимостью. *Целенаправленно воздействуя на ключевые пока-*

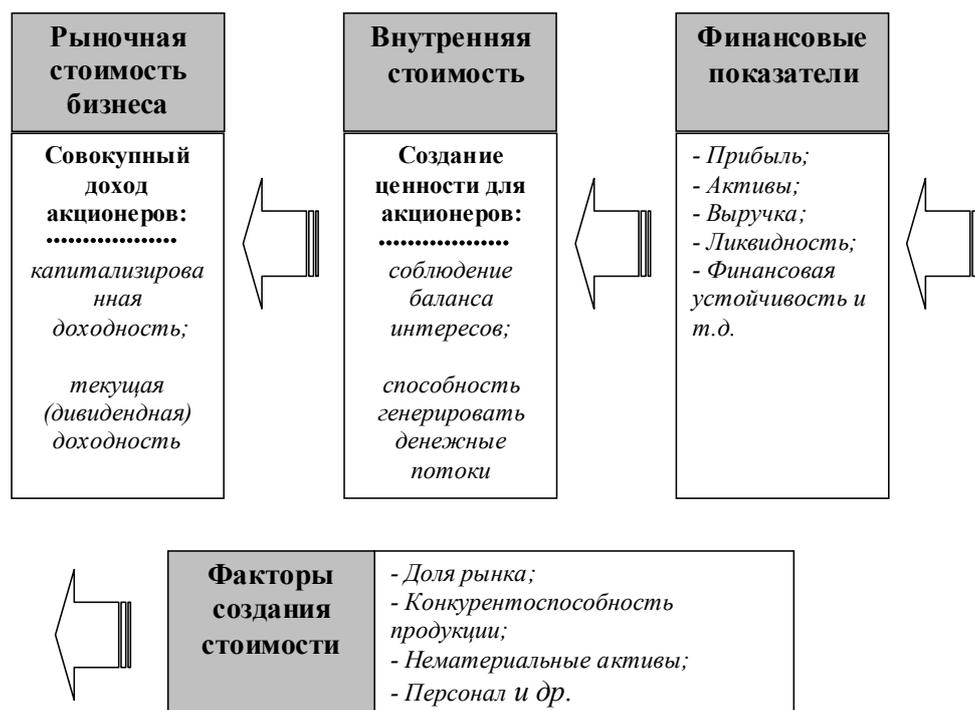


Рис. 2. Схема образования стоимости фирмы

затели, прежде всего, наиболее востребованные фондовым рынком (прибыль, объёмы реализации, суммарные активы), фирмы подталкивают рынок на более высокую оценку своей стоимости.

Финансовые показатели разрозненно дают искажённую и неоднозначную информацию о внутренней стоимости предприятия. Это подтверждается вышеприведённым примером. На практике рынок использует гораздо большее количество показателей, тогда неясности в оценке внутренней стоимости становится ещё больше. Какой сделать вывод об итоговом результате деятельности фирмы? Как это влияет на стоимость бизнеса? Создаёт ли это ценность для акционеров? Как рынок воспримет подобные результаты? На все эти вопросы сегодня не получен однозначный ответ.

Следующим элементом образования рыночной стоимости бизнеса является внутренняя стоимость. *Внутренняя стоимость фирмы – это способность создавать ценность для своих акционеров, как существующих, так и потенциальных.* Таковых может быть великое множество. Для каждого конкретного инвестора одна и та же фирма обладает различной внутренней стоимостью, так как у них неодинаковое представление о создаваемых фирмой ценностях. Одних интересует соблюдение прав инвесторов, состав акционеров и Совета директоров. Других – финансовые показатели деятельности: прибыль, выручка, активы, показатели рыночной активности. Третьих – размер и периодичность выплаты дивидендов. Четвёртых – возможность вертикальной интеграции и т.д. Список может быть дополнен и расширен многократно.

Такое многообразие мнений порождает неясность в оценке внутренней стоимости фирмы, что затрудняет процесс управления стоимостью бизнеса. Невозможно управлять таким количеством факторов одновременно. Менеджмент предприятия не может распылять усилия и уделять одинаковое внимание всем факторам стоимости. Необходимо сконцентрировать усилия на наиболее важных из них. И здесь возникает серьёзная проблема.

В качестве главного показателя подлинной внутренней стоимости обычно применяют величину дисконтированного денежного потока, которая определяет конкретные инвестиционные возможности предприятия, а они добавляют стоимость. Тем не менее, многими подчёркивается, что данный критерий не годится для оценки прошлых результатов, поскольку он исчисляется на основе прогнозов. А не измерив достигнутый результат, трудно разработать план дальнейших действий. Мало знать направление движения, необходимо знать – в том ли направлении мы движемся. Кроме того, прогноз результатов – это всегда неопределённость и управлять компанией только на основе прогнозных данных, значит ещё больше добавлять различия в оценку рыночной стоимос-

ти инвесторами. Ещё один недостаток дисконтированного денежного потока заключается в том, что сам по себе он с трудом поддаётся выявлению и измерению. Нужен дополнительный критерий ценности для акционеров.

В качестве критерия ценности для акционеров предлагается соблюдение баланса интересов участников корпоративного управления [5]. Под балансом экономических интересов понимается такой характер взаимодействия между партнёрами, при котором результаты их совместной деятельности становятся лучше по сравнению с результатами их раздельного функционирования для каждой из заинтересованных сторон. Причём для соблюдения баланса интересов обязательно, чтобы обе стороны реализовывали свои интересы хотя бы частично; то есть, чтобы их взаимодействие отвечало критерию экономической целесообразности.

Предполагается, что именно соблюдение баланса интересов создаёт рыночную стоимость предприятия. Для обоснования этой гипотезы рассмотрим процесс формирования рыночной цены бизнеса на основе внутренней стоимости.

Конкретный субъект, принимая решение по инвестированию, сопоставляет существующую на данный момент рыночную цену предприятия с тем, насколько результаты функционирования фирмы соответствуют его потребностям. Создаёт ли фирма ценность для него, как акционера? То есть потенциальный инвестор сопоставляет рыночную и внутреннюю стоимость предприятия, которая для каждого инвестора имеет разное значение. Здесь, возможны три ситуации.

1. Внутренняя стоимость предприятия для определённого инвестора выше его рыночной цены. С его позиции, предприятие недооценивается рынком. Следовательно, инвестор покупает акции этого предприятия, так как, по его мнению, рыночная цена будет стремиться к его внутренней стоимости. Чем больше разница между внутренней и рыночной стоимостью, тем вероятнее покупка. Покупая акции, инвестор тем самым увеличивает спрос на акции, что приводит к их росту. Чем больше таких покупок, тем сильнее рост. В конечном итоге, чем больше инвесторов-акционеров высоко оценивают внутреннюю стоимость, тем выше рыночная цена бизнеса. Критерии оценки, как уже отмечалось, у различных инвесторов не совпадают. Следовательно, критерии оценки, выраженные одним, пусть даже и интегральным показателем, не годятся для управления рыночной стоимостью. Необходима взаимоувязка различных показателей.

2. Внутренняя стоимость предприятия для определённого инвестора ниже его рыночной цены. Ситуация обратная предыдущей. С точки зрения инвестора фирма переоценена рынком, следова-

тельно, у него будет возможность купить акции этого предприятия дешевле, чем на текущий момент. Он уверен, что рыночная цена акции будет стремиться к его внутренней стоимости. Поэтому для него целесообразно продать имеющиеся у него акции, впоследствии откупив их дешевле. Тем самым, инвесторы, продавая акции, снижают рыночную цену предприятия. Чем больше продаж, тем сильнее снижение.

3. Внутренняя стоимость предприятия для конкретного инвестора совпадает с его рыночной ценой. Это ситуация неопределённости, при которой большинство инвесторов предпочтут не совершать сделки с акциями предприятия.

Простой и понятный способ формирования рыночной стоимости предприятия – *чем больше акционеров удовлетворены результатами функционирования фирмы, тем выше рыночная стоимость.*

Здесь возникают два момента:

1. *Сложность измерения ценностей акционеров.* Собственники оценивают деятельность предприятия по собственным критериям, которые не всегда имеют количественное выражение. Или набор показателей, применяемых в оценке, не имеет однозначной интерпретации, как это было показано на вышеприведённых примерах. Это приводит к трудностям с формированием внутренней стоимости и, следовательно, с управлением рыночной стоимостью.

2. *Значительный разброс в требованиях, предъявляемых как со стороны заинтересованных групп в целом, так и каждого акционера в отдельности.* Это могло бы сделать процесс формирования внутренней и рыночной стоимостей практически неуправляемым, так как невозможно соответствовать всем предъявляемым требованиям со стороны собственников фирмы. Однако менеджеры имеют возможность управлять рыночной стоимостью. Для этого достаточно, чтобы интересы большинства акционеров были удовлетворены хотя бы частично, а результаты деятельности предприятия, которые можно назвать итогами совместной деятельности, становились бы лучше. Последнее означает, что

динамика результатов, будь то количественных или качественных, должна быть положительной. А это и есть не что иное, как баланс интересов.

*Управляя балансом интересов, менеджмент предприятия может целенаправленно влиять на внутреннюю, а значит и на рыночную стоимость.* При этом не обязательно знать количественное значение оценки внутренней стоимости, главное – задать направление её изменения и определить факторы, оказывающие наибольшее влияние на её рост.

Итак, можно сформулировать следующие основные моменты управления рыночной стоимостью.

1. На стоимость фирмы оказывает влияние множество факторов, часть из которых не поддаётся оценке.

2. Приоритетность показателей, оказывающих наибольшее влияние на рыночную стоимость бизнеса, неоднозначно трактуется специалистами и менеджерами предприятий.

3. Затруднительно оценить степень влияния отдельных показателей на стоимость бизнеса.

4. Внутренняя стоимость предприятия определяется уровнем достижения баланса разнородных интересов акционеров и менеджеров.

5. Важна не количественная оценка внутренней стоимости фирмы, а её изменение. Улучшение во времени сбалансированности интересов, влечёт за собой рост стоимости бизнеса.

Таким образом, инструментарий управления рыночной стоимостью бизнеса должен быть основан на оценке изменения баланса интересов и внутренней стоимости фирмы. По результатам оценки должны претворяться в жизнь, прежде всего, те мероприятия и решения, которые улучшают баланс интересов. В этом, по нашему мнению, и заключается суть управления стоимостью.

Концепция баланса интересов подробно изложена на сайте «Новые технологии финансового анализа и корпоративного управления» ([www.freean.ru](http://www.freean.ru)) или в публикациях [6,7,8]. На сайте в свободном доступе выложен калькулятор оценки баланса интересов и разработки мероприятий по его улучшению.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний оценка и управление: Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 1999. – 576 с.
2. Сорос Дж. Алхимия финансов. – Инфра-М, 2001. – 416 с.
3. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Уоррен Баффет; сост., авт. предисл. Лоренс Каннигем; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
4. Своясья с биржей. – Секрет фирмы, №30, 2008.
5. Тонких А.С. Моделирование результативного управления корпоративными финансами. Монография. – Екатеринбург – Ижевск, 2006, – ИЭ УРО РАН – 200 с.
6. Тонких А.С. Ключевые аспекты оценки и регулирования баланса интересов в корпоративном управлении. – АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО: вопросы корпоративного управления, №10(53), 2008. – С.56–61.
7. Тонких А.С. Оценка качества корпоративного управления на основе интегрального показателя сбалансированности интересов. – АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО: вопросы корпоративного управления, №11(54), 2008. – С.75–82.
8. Тонких А.С. Практические аспекты регулирования корпоративных отношений на основе эталонной динамики ключевых показателей. – АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО: вопросы корпоративного управления, №12(55), 2008. – С.53–58.