

УДК 330.35 + 005

## СТРАТЕГИЧЕСКИЕ РЕШЕНИЯ МЕНЕДЖМЕНТА КАК ИНСТРУМЕНТ РОСТА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

*И. В. Смирнова*

Менеджмент компании давно уже стал не просто руководящим персоналом, а инструментом, способствующим увеличить благосостояние собственников. Принимая решения об инвестировании, финансовом обеспечении или в рамках операционной деятельности, менеджеры способствуют росту рыночной стоимости компании. Переход от функциональной роли управленца к менеджеру, способному видеть бизнес целиком, является преобладающим элементом при создании ценности компании.

Для выявления степени влияния управленческих решений были использованы показатели деятельности предприятия и рассчитаны коэффициенты рентабельности. Методом сравнительного анализа была установлена зависимость экономической прибыли от динамики показателей рентабельности

Ключевые слова: стратегические решения, внутренняя стоимость, рыночная стоимость, показатели эффективности, сфера компетенции.

**Введение.** Любое предприятие сталкивается с проблемой выбора управленческого воздействия и принятия решения в зависимости от изменения факторов окружающей среды. Необходимость эта вызвана адаптацией компании к изменяющимся внешним условиям с помощью обратной связи. Целью управленческого воздействия является устранение отклонения параметров, вызванное влиянием внешней среды, от заданных результатов.

Управленческие решения – особый вид деятельности, направленный на координацию деятельности всех подразделений, обеспечением и рациональным использованием ресурсов компании. В основе управленческого труда лежит достижение стратегических результатов компании. Основной и главной стратегической целью менеджера является повышение благосостояния собственников. Данная стратегическая цель тесным образом связана и с ростом рыночной стоимости компании.

Несмотря на то, что управленческие решения и стратегия предприятия являются неразделимыми понятиями, необходимо помнить, что решения становятся стратегическими лишь в том случае, когда они сопряжены с риском и неопределенностью, ориентированы на будущее компании и учитывают неконтролируемые внешние факторы. Управленческие стратегические решения предполагают вовлечение в процесс производства и управ-

ления большее количество ресурсов, и несут в себе достаточно серьезные последствия для компании. Стратегические решения закладывают фундамент для будущего предприятия, а также являются основой для принятия текущих оперативных решений и выполнения тактических задач. Цели стратегических решений представлены в таблице 1.

Таблица 1

Цели стратегических решений

Цели стратегических решений	Достижение максимальной рентабельности при имеющихся видах деятельности
	Обеспечение устойчивой инвестиционной политики
	Поиск новых направлений развития, новых видов продукции и предоставляемых услуг
	Повышение благосостояния акционеров

\* Источник: составлено автором по материалам [1]

Управленческие решения, оказывают все большее воздействие на производственные и функциональные процессы на любом предприятии, что обуславливается их высокой значимостью. Показатели деятельности компании, в том числе эффективность, напрямую зависят от качества принимаемых управленческих решений.

Целью данной статьи является анализ воздействия управленческих решений на стоимость компании. В рамках указанной цели необходимо решить задачи: оценить внутреннюю стоимость компании, сравнить ее с рыночной капитализацией, оценить степень воздействия управленческого решения, рассчитав показатель экономической прибыли.

1. Стоимость компании. Согласно ФЗ № 135 «Об оценочной деятельности в РФ», рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией [2]. Рыночная стоимость, акцентированная на выгодах, получаемых заинтересованными лицами, получила название справедливой рыночной стоимости (Fair Market Value, FMV). Справедливая рыночная стоимость с учетом интересов конкретных участников делится на фундаментальную и инвестиционную стоимость.

Принимая решение об инвестировании в ту или иную компанию, инвестор в первую очередь ориентируется на ее фундаментальную или внутреннюю стоимость (Fundamental, Intrinsic Value, InV). Являясь одним из ключевых индикаторов, фундаментальная стоимость представляет собой реальный экономический потенциал бизнеса. Управленческие решения, по мнению У. Баффета [3], должны быть направлены на формирование таких факторов стоимости, которые бы увеличивали поток денежных средств.

При расчете внутренней стоимости необходимо учитывать все характеристики компании в контексте рыночных факторов. Именно такое комплексное изучение деятельности предприятия позволит инвестору составить истинное представление о компании.

Инвестиционная стоимость – это капитализированная стоимость предприятия, полученная как произведение количества акций корпорации на рыночную стоимость одной ценной бумаги.

Глобальной целью стратегического решения менеджмента является формирование такой внутренней (фундаментальной) ценности компании, которая превысила бы ее инвестиционную стоимость на фондовом рынке (формула 1).

$$CV = InV - MV, \quad (1)$$

где CV (company value) – прирост ценности предприятия в результате принятия стратегического решения; InV, MV – соответственно внутренняя и рыночная стоимость компании.

Для оценки эффективности работы менеджмента и инвестиционной привлекательности компании сначала рассчитывается доход владельца за анализируемый период (как правило, за 5–7 лет) (формула 2) [4].

$$ДВ = ЧП + А_m - (\Delta ДЗ + \Delta ТЗ + \Delta ОС + \Delta НМА), \quad (2)$$

где ДВ – доход владельца; ЧП – чистая прибыль,  $A_m$  – амортизационные отчисления;  $\Delta ДЗ$ ,  $\Delta ТЗ$ ,  $\Delta ОС$ ,  $\Delta НМА$  – изменение дебиторской задолженности, товарных запасов, основных средств, нематериальных активов соответственно.

Несмотря на рост прибыли, при увеличении дебиторской задолженности и запасов предприятия, снижается доход владельца, что является негативным фактором. Это связано со снижением оборачиваемости активов, и «замораживанием» денежных средств в, так называемых, «неликвидах». Данная ситуация в дальнейшем может привести к уменьшению денежного потока, и снижению рыночной стоимости компании.

В отличие от показателя прибыли, доход владельца отражает реальные деньги, которые собственник может направить на выплату дивидендов, погашение долга или развитие бизнеса. Отрицательное значение дохода владельца говорит о том, что компания ничего не зарабатывает для собственника, то есть полностью «проедает» свою прибыль.

На основании полученного значения дохода владельца можно рассчитать внутреннюю стоимость компании, увеличив доход владельца на ожидаемые в будущем темпы роста, и скорректировав на инфляцию. После чего полученный результат следует разделить на среднюю ставку на рынке

капитала, взяв, например, действующую ставку по кредитам (формула 3) [5].

$$\text{InV} = \frac{\text{ДВ} \cdot [(1+\tau) \cdot (1+\text{inf})]}{\text{WACC}}, \quad (3)$$

где InV – внутренняя стоимость компании, руб.;  $\tau$  – темп роста бизнеса, доли ед.; inf – инфляция, доли ед.; WACC – средняя ставка на рынке капитала, доли ед.

При анализе инвестиционной привлекательности, инвестор обращает внимание на ценность стратегического решения. Так при объявлении дивидендов, рыночная стоимость компании увеличивается. А вот наиболее негативными решениями менеджмента являются сокращение производства, уменьшение прибыли за период или принятие решения о сокращении кредиторской задолженности [6]. В указанных случаях инвесторы, скорее всего, будут отказываться от ценных бумаг данной компании, что вызовет снижение капитализированной стоимости на фондовом рынке.

Таким образом, при принятии инвестиционного решения необходимо оценить фундаментальную (внутреннюю) (InV) и рыночную стоимость (MV) компании, и сравнить их между собой.

Указанное соотношение, так называемое «стоимостное инвестирование», впервые ввели в обиход Б. Грэхем и Д. Додд в публикации «Анализ ценных бумаг» в 1934 году [7]. Авторы оценивали внутреннюю или подлинную стоимость компании (intrinsic value), сравнивали ее с рыночной капитализацией. Если внутренняя стоимость корпорации превышала ее рыночную стоимость, то делался вывод о наличии запаса прочности (Margin of safety). Чем выше запас прочности, тем сильнее недооценены акции компании и тем ниже риск потери капитала. Целью данного подхода является поиск компаний, внутренняя стоимость которых выше текущей рыночной оценки.

В рамках данной статьи была изучена и проанализирована бухгалтерская отчетность компаний металлургического сектора за 2017-2019 гг. Металлургия, являясь традиционной отраслью экономики, привлекает инвесторов, целью которых является долгосрочное вложение капитала. Как правило, это консервативный инвестор, во главу угла ставящий рост капитала при умеренных рисках.

В основу расчета были заложены показатели чистой прибыли, изменения дебиторской задолженности, запасов, основных средств и нематериальных активов. Ставка по инфляции составила 4,3% и 4,9% в 2018 и 2019 годах соответственно [8]. В качестве средней ставки доходности на рынке капитала использовалась средняя процентная ставка для физических и

---

<sup>1</sup> На момент написания статья не у всех компаний была опубликована отчетность за 2020 год

юридических лиц за 2017-19 годы. По данным сайта ЦБ РФ указанная величина составляла 13,7 % в 2018 году и 11,6% в 2019 году [8]. Рыночная стоимость компаний металлургической отрасли определена по данным сайта рыночной капитализации [9]. Расчет темпа роста бизнеса основывался на значениях коэффициента дивидендных выплат и рентабельности собственного капитала. Результаты расчетов за 2019 год представлены в таблице 2.

Таблица 2

Расчет показателей за 2019 год, млн.руб.

Компания	Доход владельца	Внутренняя стоимость (InV) при WACC = 0,116	Рыночная стоимость (MV)	CV	ΔCV 2019-2018
ПАО «ГМК Норникель»	641 267	5 528 160	3 023 000	2 505 160	3666 222
ПАО «Полюс Золото»	192 254	1 657 361	948 800	708 561	1426 881
ПАО «НЛМК»	85 559	737 581	861 300	-123 719	-186 294
ПАО «Северсталь»	41 218	355 331	785 400	-430 069	-934 639
ПАО «ММК»	79 234	683 048	468 800	214 248	172 431
ПАО «Мечел»	23 418	201 885	38 600	163 285	-43 009

\*Источник: составлено автором по данным публичной информации компаний [10–15].

По данным таблицы 2 делаем вывод о переоценности / недооценности инвесторами компаний металлургического сектора. Если показатель стоимости стратегического решения CV положительный, то компания недооценена. Это означает, что результаты деятельности дают больший эффект по отношению к ожиданиям инвестора. Если показатель CV отрицательный, это означает, что компания «поглощает» стоимость. То есть, ожидания инвесторов выше реальных денежных доходов предприятия в анализируемом периоде.

Так положительное значение стоимости стратегического решения, а, следовательно, и потенциал роста инвестиционной активности имеют три компании – это ГМК Норникель, Полюс Золото и ММК. Внутренняя стоимость остальных меньше рыночных ожиданий инвесторов.

Измерение оценки эффективности менеджмента базируется на показателях бухгалтерской отчетности, к которым относятся: выручка от реализации продукции, полная себестоимость, прибыль и рентабельность.

Проанализируем качество управленческих решений, используя показатели эффективности компаний.

Выручка от реализации, себестоимость и прибыль – показатели, представленные в годовой отчетности исследуемых предприятий. Рентабельность характеризует эффективность использования ресурсов на предприятии. Чтобы понять степень воздействия управленческого решения на эффективность деятельности компании следует проанализировать рентабельность собственного капитала (ROE), рентабельность инвестированного капитала (ROIC), рентабельность производства (profitability of production, RPP) (формулы 4–6) [16].

$$ROE = \frac{NP}{EC}, \quad (4)$$

где ROE – рентабельность собственного капитала; NP – чистая прибыль; EC – собственный капитал компании.

$$ROIC = \frac{NP}{EC+LD}, \quad (5)$$

где ROIC – рентабельность инвестированного капитала; LD – долгосрочные обязательства.

$$RPP = \frac{EBIT}{FA+WC}, \quad (6)$$

где RPP – рентабельность производства; EBIT – прибыль до выплаты процентов и налогов; FA – основные средства; WC – оборотный капитал.

Рассчитанные коэффициенты сведем в таблицу 3.

Таблица 3

Расчет показателей эффективности управленческих решений

Компания	ROE, %		ROIC, %		RPP, %		ΔEP, млн. руб.
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2019-2018
ПАО «ГМК Норникель»	85	146	20	55	38	74	348 636
ПАО «Полюс Золото»	94	106	8	29	9	33	93 463
ПАО «НЛМК»	35	28	27	20	36	27	-23 674
ПАО «Северсталь»	89	41	48	19	90	32	-83 762
ПАО «ММК»	30	22	25	18	32	22	-14 401
ПАО «Мечел»	-6	-2	-9	-3	32	19	-13 931

\*Источник: составлено автором по данным публичной информации компаний [10–15]

Указанные показатели рентабельности с трех сторон охватывают деятельность предприятия: с одной стороны – участие собственного капитала, с другой – возможность привлечения будущих инвестиций и с третьей – степень загруженности основных и оборотных средств компании. Также

для анализа потребуется знание экономической прибыли, характеризующей доход от принятия инвестиционных решений менеджментом компании (формула 7).

$$EP = CI \cdot (ROIC - WACC), \quad (7)$$

где EP – экономическая прибыль; CI – инвестиционный капитал.

Изменение экономической прибыли ( $\Delta EP$ ) с положительным знаком свидетельствует об эффективном решении менеджеров. Что касается отрицательного значения  $\Delta EP$ , то в анализируемом периоде принятые управленческие решения менеджерами не способствовали росту стоимости компании.

Результаты, полученные в таблице 3, подтверждают снижение внутренней стоимости предприятия в результате принятия стратегического решения (см. табл. 1).

**2. Сфера компетенции.** Создавая стоимость для акционеров, менеджмент компании должен уметь объединять в единое целое миссию и стратегию организации, корпоративную культуру, финансовые и производственные показатели, с ориентацией на рыночные условия. Агрегирование вышеназванных элементов возможно в случае овладения ключевыми сферами компетенции:

– своевременность (способность компании своевременно удовлетворять нужды потребителей);

– качество (внедрение комплексной системы общего управления качеством);

– эффективное использование производственных мощностей (использование эффекта масштаба с целью снижения затрат на производство);

– распределение (продвижение продукции до потребителя).

В большинстве своем менеджеры исполняют функциональные роли, сводящиеся к дизайнерским функциям – стимулирование продаж, управление запасами, управление хозяйственными подразделениями. Способность целостного восприятия бизнеса – это переход к новому качеству управления через разрушение традиционной управленческой иерархии.

**Вывод.** Руководители высшего звена оказывают решающее воздействие на результаты работы компании, и в конце концов организация проявит те же слабости, каким обладает ее менеджмент. Именно поэтому акционеры готовы платить управленцам немалые деньги за умение стратегически оценивать ситуацию, видеть и понимать место компании во внешней среде. Но что в конечном итоге должно делать высшее руководство – это проводить такую корпоративную стратегию, которая способствует увеличению стоимости для акционеров.

### Библиографический список

1. Трофимова, Л.А., Трофимов, В.В. Управленческие решения (методы принятия и реализации): учебное пособие / Л.А. Трофимова, В.В. Трофимов. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2011. – 190 с.
2. Об оценочной деятельности в Российской Федерации, Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ (ред. от 31.07.2020)
3. У. Баффетт О понятии внутренней стоимости (из обращения к держателям акций Berkshire [Электронный ресурс] / Gofmakler. – URL: <https://www.gofmakler.ru/UserFiles/File/buffet%20on%20intrinsic%20value.pdf>
4. Мэри Баффет, Дэвид Кларк, У. Баффет рекомендует. Как найти идеальную для инвестора компанию («Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements») / М.: Поппури, 2008. – 192 с.
5. Теплова, Т.В. Инвестиции: учебник для бакалавров / Т.В. Теплова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Юрайт, 2014. – 782 с.
6. Смирнова, И.В. Исследование реакции инвесторов на выход корпоративных новостей / И.В. Смирнова // Экономика и предпринимательство. – 2016. – №3 (ч.1). – С. 657–661.
7. Грэхем, Б Додд, Д. Анализ ценных бумаг / Б. Грэхем, Д. Додд; пер. с англ. А.В. Назаренко, О.Л. Пелявского. – 3-е изд. – М.: Вильямс, 2015. – 878 с.
8. Банк России. Процентные ставки по кредитам и депозитам и структура кредитов и депозитов по срочности [Электронный ресурс] / Официальный сайт Банка России. – URL: [cbr.ru](http://cbr.ru).
9. SMART-LAB. Рыночная стоимость компаний [Электронный ресурс]. – URL: [https://smart-lab.ru/q/PLZL/f/y/MSFO/market\\_cap/](https://smart-lab.ru/q/PLZL/f/y/MSFO/market_cap/)
10. ПАО ГМК Норильский никель [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО ГМК Норильский никель. Режим доступа: Норникель ([nornickel.ru](http://nornickel.ru))
11. ПАО Полюс Золото [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО Полюс Золото. – URL: [Полюс \(polyus.com\)](http://polyus.com)
12. ПАО НЛМК [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО НЛМК. – URL: [Официальный сайт Группы НЛМК \(nlmk.com\)](http://nlmk.com)
13. ПАО Северсталь [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО Северсталь. – URL: [Северсталь \(severstal.com\)](http://severstal.com)
14. ПАО ММК [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО ММК. – URL: [ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» \(mmk.ru\)](http://mmk.ru)
15. ПАО «Мечел» [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Мечел». – URL: [«Мечел» – глобальная горнодобывающая и металлургическая компания \(mechel.ru\)](http://mechel.ru)
16. Липсиц, И.В. Инвестиционный анализ. Подготовка и оценка инвестиций в реальные активы: Учебник / И.В. Липсиц, В.В. Коссов. – М.: НИЦ ИНФРА-М, 2017.– 320 с.