

Глава 1

Ценность

Какова цель компании? Этим вопросом мы открываем многие программы обучения руководителей. Чаще всего можно услышать немедленный ответ: «Делать деньги». Более высокопоставленные участники могут предложить вариант сложнее: «Создавать ценность для акционеров». Однако после этого наступает неловкая пауза.

Постепенно появляются и другие ответы. «Создавать отличные продукты для клиентов», — обычно говорит кто-то. Реже: «Создавать что-то, что имеет ценность для общества» или «Обеспечивать значимую и хорошо оплачиваемую работу».

Наш собственный ответ: все вышеперечисленное. Цель бизнеса — создание ценности для широкого круга заинтересованных лиц, или стейкхолдеров. К ним относятся владельцы компании. Если права собственности на компанию разделены на акции, их называют *акционерами*. Но клиенты, поставщики, сотрудники и общество в целом также заинтересованы в выживании и процветании компании. Идея, что важнее всего создание *ценности для акционеров*, слишком

узкая. Ее называли одновременно и самой большой, и самой глупой идеей в бизнесе^{*4}.

Однако давайте подойдем к вопросу шире: предположим, что истинная цель бизнеса — создание ценности стоимости для *стейкхолдеров*, а не только для *акционеров*. Как узнать, какую ценность для стейкхолдеров мы создаем, если вообще создаем?

На этот вопрос нет простого ответа. Мы в книге сосредоточимся на ценности для акционеров — ценности, созданной для владельцев бизнеса, и на том, как ее измерить. Мы хотим рассказать об этом по возможности просто. Измерение ценности для акционеров — непростая задача. Однако к концу части I вы, возможно, убедитесь, что идеи, лежащие в основе ценности для акционеров, при правильном подходе способны рассказать кое-что и о ценности, создаваемой для более широкого круга лиц, пусть и не совсем явно. Мы, безусловно, верим в это. Если когда-нибудь представится возможность встретиться, мы с удовольствием изучим этот вопрос более глубоко в непринужденной обстановке.

Независимо от того, является ли ценность для акционеров конечной целью или лишь ее индикатором, следует разобраться в том, что это такое. Как ни странно, многие менеджеры имеют смутное представление о том, что такое ценность для акционеров и как их деятельность создает или разрушает ее. Готовясь к программе обучения руководителей, мы имели возможность взять интервью у финансового директора одного из мировых автопроизводителей. Мы спросили его, какие пробелы в знаниях он видит у потенциальных топ-менеджеров, которых готовят на должности в исполнительном совете. Финансовый директор

^{*} Это слова Джека Уэлча, а не наши. Подробнее о покойном бывшем генеральном директоре GE мы расскажем в главе 15.

пожаловался, что даже на таком высоком уровне широко распространены неверные представления о ценности и управлении финансами! На традиционных курсах МВА вы изучаете несколько методов оценки компаний и активов, вникаете в такие понятия, как бета-фактор компании, модель Блэка — Шоулза для оценки стоимости опционов и использование мультипликаторов для расчета стоимости компании на обратной стороне салфетки. Все это пригодится, если вы работаете на Уолл-стрит. Или если собираетесь спровоцировать следующий глобальный финансовый кризис^{* 5}.

Мы считаем, что многие из этих сведений в лучшем случае излишни для большинства руководящих должностей. В худшем — это опасное отвлечение внимания. Но менеджеры должны понимать движущие силы создания ценности для акционеров, а также связь принимаемых ими решений с этими движущими силами и одновременно с решениями, принимаемыми другими функциональными менеджерами. Чтобы добиться этого, менеджеры должны свободно владеть языком финансов — тем *lingua franca*, который позволяет различным подразделениям с собственными замысловатыми показателями успеха (продажам, маркетингу, логистике, HR, обслуживанию клиентов) взаимодействовать и координировать свои шаги, а также оценивать прогресс в деле создания ценности для акционеров.

Так что же такое ценность для акционеров?

Давайте сразу перейдем к делу.

* Это не шутка. Двое авторов модели Блэка — Шоулза, Майрон Шоулз и Роберт Мертон, получившие за свои труды Нобелевскую премию по экономике, основали хедж-фонд, опираясь на собственные идеи. В 1998 году их фонд *Long-Term Capital Management* с треском прогорел и едва не потянул за собой всю финансовую систему.

Ценность для акционеров — это дисконтированные будущие чистые денежные потоки компании.

Часть I посвящена интерпретации этого неуклюжего предложения из десяти слов. Далее в этой главе мы введем читателя в курс дела.

В начале 2007 года у акционеров финской технологической компании Nokia были все основания для оптимизма. Бренд Nokia был силен. Телефоны компании, славившиеся своей прочностью и долговечностью аккумуляторов, доминировали на рынке. Уровень жизни в мире повышался, и Nokia имела хорошие позиции в странах с формирующимся средним классом. Волна инноваций в области портативных устройств была неминуема, и у Nokia были все шансы оказаться на ее гребне. В конце концов, одна из дочерних компаний Nokia производила сетевую инфраструктуру, которая делала телефоны полезными.

Инвесторы утешались привлекательными рассказами о будущем Nokia. Однако история изобилует внезапными поворотами судьбы, особенно в тех отраслях, для которых характерно быстрое развитие технологий, например в бытовой электронике. Так было и с компанией Apple, чей ранний успех в области персональных компьютеров так и не привел к доминированию на рынке, а операционная система оказалась на втором месте после Microsoft. Фактически Apple избежала банкротства только благодаря своевременному вливанию средств от своего конкурента. Какими бы радужными ни казались перспективы Nokia в начале 2007 года, были и причины для беспокойства. Никогда не знаешь, какая угроза может притаиться за углом. Тем не менее оптимизм казался оправданным, и в течение 2007 года цена акций Nokia неуклонно росла. Начав год с отметки около 21 доллара за акцию, компания продолжила

рост в ноябре, когда цена достигла максимума десятилетия и превысила 40 долларов.

**Ценность для акционеров компании
определяется дисконтированными будущими
чистыми денежными потоками.**

Двадцать один доллар. Сорок долларов. Что стоит за этими цифрами? *Ценность для акционеров основана на дисконтированных будущих чистых денежных потоках.*

Давайте разберемся. Как мы уже говорили, акционер — это тот, кто полностью или частично владеет бизнесом^{*}.⁶ Однако ценность, как и красота, видна всем. Если акционер продает долю в компании, цена продажи говорит о том, насколько высоко ценится компания. Если бы кто-то оценил ее выше, он бы не продал свои акции по такой цене. Аналогично покупатель соглашается на определенную цену, а значит, цена также отражает его представления о ценности компании. Если бы покупатель считал, что акция имеет меньшую ценность, он бы ее

^{*} Вопрос, являются ли акционеры публично торгуемой компании ее владельцами в том же смысле, в каком вы владеете своим домом или телефоном, вызывает определенные споры. Мы могли бы с увлечением рассказывать о природе собственности и истории акционерных обществ. Но только не в этой книге! Кроме того, для удобства мы будем говорить об акционерах как о людях. На самом деле публично торгуемые компании, подобные тем, о которых мы уже упоминали (GE и Nokia), принадлежат как людям, так и институциональным инвесторам, например пенсионным фондам. Институциональные инвесторы нанимают высококвалифицированных специалистов по инвестициям, которые вкладывают средства от имени стейкхолдеров.

не купил. В начале июля 2007 года акции Nokia торговались по цене около 29 долларов. Покупатели, должно быть, считали, что ценность по меньшей мере соответствует этой сумме. Продавцы, возможно, сомневались в акциях Nokia и предпочитали иметь 29 долларов. Представления о ценности у каждой из сторон могут различаться. Цена — это лишь точка, в которой их представления о ценности совпадают, что и открывает дорогу для сделки.

Первый важный момент заключается в том, что ценность всегда субъективна. Это точка зрения конкретного человека. Хотя *цена* устанавливается объективно в договоре между покупателем и продавцом, она вытекает из их субъективных взглядов. Второе: нынешние владельцы и потенциальные покупатели оценивают компанию независимо от того, состоится сделка или нет. Ценность существует даже тогда, когда ее нельзя оценить через цену.

Что же получается? Значит ли это, что создание ценности для акционеров вызывает у них нежные чувства к компании? Да, в каком-то смысле именно так. Однако компания отличается от ювелирного украшения, тренажера или дома с участком. Преимущество владения компанией заключается в том, что она приносит деньги, которые можно использовать для покупки вещей, радующих вашу душу. Большинство людей не испытывают теплых и нежных чувств к холодным и твердым деньгам как таковым. Однако владение компанией обещает принести деньги в будущем: в следующем году, через два года и еще долгое время — неопределенно долгое время — после этого.

Но любое обещание можно нарушить.

Владея компанией, вы с нетерпением ждете обещанных будущих денежных потоков. Но возможна масса сценариев,

при которых эти потоки так и не появятся. Глобальный кризис уничтожает спрос на ваши услуги, как это сделала пандемия COVID-19 с бесчисленными ресторанами. Изменение предпочтений клиентов необратимо снижает спрос на ваш товар, как это часто случается с производителями игрушек, потребители которых, как известно... ну, скажем, непостоянны в своих предпочтениях. Или ваш продукт устаревает после появления новой технологии. И да, мы еще вернемся к Nokia.

Эти примеры говорят о том, как полезно время от времени оглядываться назад. У владельцев ресторанов и производителей игрушек нет хрустальных шаров, которые могли бы предупредить их о надвигающейся угрозе. Но все же их едва ли можно застичь врасплох. И здесь в игру вступают чувства инвестора. Вы представляете поток будущих денежных средств, но отчасти можете не верить в эту историю — в большей или меньшей степени. Некоторые инвестиционные истории вызывают больше доверия. Некоторые вызывают язву желудка. Будучи инвестором, вы, вероятно, в большей степени уверены в денежных потоках на ближайший период, чем в долгосрочных. Подсчитывая прогнозируемые денежные потоки своей компании, вы, вероятно, чувствуете, что более отдаленные во времени денежные потоки имеют меньшее значение. Другими словами, вы их *дисконтируете*.

Как инвестор прогнозирует будущие денежные потоки? Компания получает устойчивый *приток* денежных средств, когда клиенты покупают ее продукт. Значит, инвестору необходим прогноз будущих продаж компании. Но существует и *отток* денежных средств из компании поставщикам и сотрудникам, а в виде налогов — государству. Теоретически акционеру доступны денежные средства только в сумме *чистого денежного потока* — разницы между притоком и оттоком денежных

средств из компании. Все дело в том, чтобы покупать дешево, а продавать дорого: если компания покупает у поставщиков ресурсы (включая труд) по более низкой цене, чем может продать свой продукт клиенту, то она зарабатывает деньги.

Мы все это знаем, а ситуацию «продаем дорого и покупаем дешево» описываем термином *прибыль*. Но оказывается, что денежный поток и прибыль — это не одно и то же. Значительная часть следующих глав будут объяснять, почему это не так и в чем состоит различие. Разница между прибылью и денежными потоками — одна из основных причин, по которой инвесторы начинают сомневаться в перспективах компании.

Получается следующая картина: владелец компании ценит ее за то, что в будущем она может обеспечить приток денежных средств, которые акционер потратит на покупку нужных ему вещей. Владелец может прогнозировать эти денежные потоки на основе перспектив деятельности компании. В следующем году денежный поток составит тысячу долларов, через год — 5 тысяч долларов, а затем 10 тысяч долларов каждый последующий год, до бесконечности. Но акционер понимает: всегда существует риск несоответствия фактических денежных потоков прогнозам. Он дисконтирует будущий денежный поток пропорционально своей уверенности в компании или отсутствию такой уверенности.

Что же это значит для нас, менеджеров? Что мы можем сделать для создания ценности в данной ситуации? Можно увеличить чистый денежный поток компании, что означает опережающий рост притока денежных средств над их оттоком. Можно укрепить уверенность акционеров в способности компании генерировать чистый денежный поток. В этой главе и остальных главах первой части мы рассмотрим три фактора создания

ценности, на которые мы, менеджеры, влияем своими ежедневными действиями.

Рентабельность: увеличение разрыва между ценой, на которую согласны наши клиенты, и затратами на создание продукта, за который они платят.

Рост: побуждение все большего количества клиентов покупать все больше предлагаемых нами продуктов.

Риск: укрепление уверенности акционеров в нашей способности выполнять свои обещания.

В годовом отчете за 2007 год компания Nokia подвела весьма впечатляющие итоги⁷. Объем продаж вырос на 24 процента по сравнению с 2006 годом, а прибыль до налогообложения росла еще быстрее — на 44 процента. В том же отчете Nokia прогнозировала дальнейший рост рынка мобильных устройств на 10 процентов, и компания намеревалась занять еще бóльшую долю этого рынка. Казалось, как минимум два фактора создания ценности из трех работают на Nokia. Примечательно, что годовой отчет за 2007 год был опубликован 31 марта 2008 года, когда акции компании торговались по цене около 32 долларов, что примерно на 20 процентов ниже максимума, достигнутого осенью предыдущего года. Что же такого произошло, чтобы инвесторы засомневались в будущем Nokia? Если вы внимательно прочитали вышеизложенное (неприменно так и было!), то, скорее всего, спросите: не было ли проблем с денежными потоками? Увы, нет. Чистый денежный поток вырос более чем в семь раз.

И все же кое-что действительно *произошло*. Летом предыдущего года инвесторы Nokia, казалось, проигнорировали небольшое событие: 29 июня 2007 года вышел новый гаджет от Apple. И к марту 2008-го стало ясно, что айфон представляет собой серьезную угрозу для перспектив, в которые инвесторы Nokia верили еще в ноябре.

Имея возможность оглянуться и зная, что айфон фактически вытеснил Nokia с рынка мобильных устройств*, мы могли бы задаться вопросом, почему кто-то решился покупать акции компании в марте 2008 года, пусть даже по цене 29 долларов. Но, опять же, в тот момент не было уверенности в упадке Nokia и в успехе Apple. Оставалось неясным, сможет ли Nokia выполнить обещание и обеспечить будущие денежные потоки, которое инвесторы когда-то оценивали в 40 долларов за акцию.

Курс акций Nokia в долларах



Курс акций на конец операционного дня по данным сайта <https://finance.yahoo.com/quote/NOK/history?p=NOK>

Возможно, у вас возникает вопрос, почему мы постоянно используем слово *обещание*. В выполнении обещаний есть две стороны: вы выполняете те, которые даете, и не даете тех, которые

* В 2014 году Nokia продала Microsoft свой основной бизнес по производству мобильных устройств, решив сосредоточиться на сетевой инфраструктуре. В 2016 году другая финская компания, HMD Global, начала выпускать смартфоны и телефоны под брендом Nokia, но без особого успеха.

не можете выполнить. Центральная тема этой книги — доверие, которое в основе своей связано с выполнением обещаний. Стоимость компании может проявляться в ее капитализации или курсе акций, но она зависит от доверия между акционерами и менеджерами компании. Именно последние дают и выполняют обещания относительно денежных потоков, причем обещают только то, что могут выполнить, и выполняют то, что обещали.

В бизнесе цифры и люди неразрывно связаны между собой.

Основные выводы

Цель компании — создание ценности для целого ряда заинтересованных сторон: инвесторов, клиентов, сотрудников, поставщиков, общества и окружающей среды.

Ценность компании — вещь субъективная; цена покупки и продажи компании устанавливается в точке, где пересекаются представления покупателя и продавца о ее ценности, что и делает возможной сделку.

Ценность для акционеров компании складывается из дисконтированных будущих чистых денежных потоков.

Основные факторы, определяющие ценность акционерного общества, — это рентабельность, рост и риск.



[Почитать описание, рецензии
и купить на сайте](#)

Лучшие цитаты из книг, бесплатные главы и новинки:

