

«Создание и управление стоимостью бизнеса»

Том 1

Обращение

С.Н. Катырин, вице-президент промышленно-торговой палаты

Введение

В.Л. Уланов, д.э.н., профессор, главный редактор энциклопедии «Топ-менеджер», профессор кафедры регулирования и управления сырьевыми отраслями Государственного университета – Высшая школа экономики.

И.В. Никитушкина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова

1. Концепция управления стоимостью компании

1. Современная финансовая модель анализа и управления компанией
N. Burkey, Managing Director Global Structuring Group, Credit Suisse securities (Europe) limited
И.В. Никитушкина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова
2. Стоимость как комплексный критерий оценки эффективности бизнеса
Г.В. Седов, Генеральный представитель Mitsubishi Electric в России и странах СНГ
В.Л. Уланов, д.э.н., профессор, главный редактор энциклопедии «Топ-менеджер», профессор кафедры регулирования и управления сырьевыми отраслями Государственного университета – Высшая школа экономики.
3. Использование стоимости акционерного капитала для принятия инвестиционных решений
А. Н. Лопатников, управляющий директор компании American Appraisal
4. Как создается и почему разрушается стоимость бизнеса?
А. Н. Лопатников, управляющий директор компании American Appraisal
5. Управление стоимостью: характеристика, преимущества, ограничения модели
И.В. Никитушкина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова
С.С. Степанов, руководитель аппарата президента компании «СВАЛ»

2. Оценка стоимости: базовые понятия и ключевые модели

1. Что такое стоимость и как ее измерить?
А. Н. Лопатников, управляющий директор компании American Appraisal
2. Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) и управление стоимостью
А. Н. Лопатников, управляющий директор компании American Appraisal
3. Организация оценочной деятельности в Российской Федерации.
М. А. Федотова, д.э.н., профессор, заведующая кафедрой оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ
Кушель А.
4. Оценка стоимости компании (бизнеса) на переломных этапах развития бизнеса.
М. А. Федотова, д.э.н., профессор, заведующая кафедрой оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ
Т. В. Тазихина., профессор кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ
5. Оценка стоимости интеллектуального капитала
Д. Н. Якубова, к.э.н., доцент кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ.
6. Оценка компаний с использованием теории реальных опционов

С.В. Валдайцев, д.э.н., профессор, зав. кафедрой экономики исследований и разработок экономического факультета СПбГУ

7. Оценка стоимости холдинга из малых и средних предприятий

Е. А. Соломенникова, к.э.н., доцент, в.н.с. ИЭОПП СО РАН

А.П. Бондарь, генеральный директор ООО «СБС-Пром»

3. Инвестиционная привлекательность бизнеса и стоимость компании

1. Инвестиционная привлекательность глазами инвестора

Е. В. Ненашева, старший аналитик, корпоративные финансы, ATON Broker

2. Частная закрытая и публичная компания: в чем разница?

А.В. Каширова, к.э.н., доцент кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления МГУ им. М.В. Ломоносова

3. Выбор компанией инвестора: фонд прямых инвестиций или стратегический инвестор?

А.С. Комов, ведущий консультант, инвестиционная компания Тайга Капитал

4. Первичное публичное размещение акций как инструмент привлечения инвестиций

А. В. Герасимов, начальник Информационно-аналитического управления ММВБ

Е.Ю. Гутарева, главный специалист Информационно-аналитического управления ММВБ

5. Долговые ценные бумаги как инструмент финансирования компаний

И. В. Савельев, директор по инвестиционному анализу и проектированию, Интер РАО ЕЭС

6. Мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности бизнеса

А.А. Гусев, к.э.н., доцент кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ

В.В. Бурдаев, зам. начальника валютно-финансового отдела ОАО «Сильвинит»

4. Модель управления стоимостью бизнеса

1. Основные принципы системы управления стоимостью бизнеса

И.А. Бут, руководитель практики стратегического планирования V-RATIO ВСС

Ю.Н. Пономарева, аналитик департамента инвестиционно-банковского бизнеса и прямых инвестиций ИФК "Алемар"

2. Место корпоративной стратегии в процессе создания стоимости

Ю.В. Волков, консультант по финансам нефтяной компании ТНК-ВР, старший преподаватель Школы бизнеса МГУ им. М.В. Ломоносова

3. Анализ стратегической позиции компании

С. Б. Николаев, генеральный директор консалтинговой компании «Гармоничное развитие систем»

4. Система сбалансированных показателей и управление стоимостью бизнеса

Е.Д. Вайсман, к.э.н., профессор кафедры «Экономика и финансы» Южно-Уральского университета

Т.А. Кузнецова, к.э.н., доцент кафедры «Экономика и финансы» Южно-Уральского университета

5. Определение ключевых финансовых факторов стоимости бизнеса

В.В. Масленников, д.э.н., профессор Государственного университета управления

А.Ф. Юрченко, начальник отдела инвестиций и ценных бумаг ООО «Трансазот»

6. Баланс рентабельности и роста для устойчивого создания стоимости

Д.А. Янев, главный специалист Отдела стратегического развития нефтепереработки и сбыта Департамента стратегического развития Главного управления стратегического развития и инвестиционного анализа ОАО ЛУКОЙЛ.

7. Практические шаги внедрения модели управления стоимостью бизнеса

Н.В. Голубчиков, вице президент, Abn Amro Bank

И.В.Никитушкина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова

5. Оценка результатов деятельности компании на основе стоимостных показателей или Финансовые показатели в системе управления стоимостью.

1. Традиционные и стоимостные показатели оценки эффективности бизнеса
И.В.Никитушкина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова
Е. В. Ненашева, старший аналитик, корпоративные финансы, ATON Broker
2. Модель экономической добавленной стоимости (EVA) и оценка эффективности деятельности компании
А.А. Гусев, к.э.н., доцент кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ
Е.В. Гаврикова, начальник отдела организации продаж нетопливных товаров и услуг за рубежом
3. Модель доходности денежного потока на инвестированный капитал (CFROI) в системе управления стоимостью
А.А. Гусев, к.э.н., доцент кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ
В.В. Бурдаев, зам. начальника валютно-финансового отдела ОАО «Сильвинит»
4. Анализ результатов инвестиционной деятельности на основе метода «денежной добавленной стоимости» (CVA)
И.А. Бут, руководитель практики стратегического планирования V-RATIO ВСС
5. Использование стоимостных показателей для оценки инвестиционной привлекательности компании
В.Л. Уланов, д.э.н., профессор, главный редактор энциклопедии «Топ-менеджер», профессор кафедры регулирования и управления сырьевыми отраслями Государственного университета – Высшая школа экономики.

6. Интеллектуальный капитал в системе управления стоимостью

1. Управление нематериальными активами как фактор роста стоимости компании.
В.Е. Есипов, д.э.н., профессор, заведующий кафедрой ценообразования и оценочной деятельности Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов,
Н. Ю. Пузыня, к.э.н., профессор кафедры ценообразования и оценочной деятельности Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов, практикующий оценщик ЗАО «Аудиторская компания «БизнесСервисКонтроль»
2. Организационная структура как фактор управления стоимостью
С. Б. Николаев, генеральный директор консалтинговой компании «Гармоничное развитие систем»
3. Управление знаниями /информацией как фактор стоимости компании
Кауфман Павел Владимирович, начальник Департамента экономики геологоразведки и добычи нефти и газа НК ОАО "ЛУКОЙЛ"
Алиев Низами Назимович, заместитель начальника Управления Департамента экономики геологоразведки и добычи нефти и газа НК ОАО "ЛУКОЙЛ"
Беляков Александр Викторович, старший менеджер Отдела информации и сводной отчетности Департамента экономики геологоразведки и добычи нефти и газа НК ОАО "ЛУКОЙЛ"
Беленко Галина Николаевна, Помощник Президента Некоммерческой организации «Благотворительный фонд поддержки ветеранов - нефтяников»
4. Системный подход к управлению НИОКР и консультационными услугами

Алиев Низами Назимович, заместитель начальника Управления Департамента экономики геологоразведки и добычи нефти и газа НК ОАО "ЛУКОЙЛ"

Беляков Александр Викторович, старший менеджер Отдела информации и сводной отчетности Департамента экономики геологоразведки и добычи нефти и газа НК ОАО "ЛУКОЙЛ"

Беленко Галина Николаевна, Помощник Президента Некоммерческой организации «Благотворительный фонд поддержки ветеранов - нефтяников»

5. Влияние информационных технологий на стоимость компании
М.О.Вартанов, профессор, зав. кафедрой информационного бизнеса ОПДО ФНЭ ГОУ ВПО АНХ, к.ф.-м.н., MBA (Grenoble Graduate School of Business)
6. Роль бренда в управлении стоимостью банка
Д. В. Тарасов, Директор Управления стратегического планирования Сбербанка России
И. А. Поляченко, начальник отдела макроэкономического анализа и исследования рынка Управления стратегического планирования Сбербанка России
Е. О. Данилова, старший экономист Управления стратегического планирования Сбербанка России
7. Технологии создания капитала элитных брендов
С.А. Шаипова, Начальник управления по связям с общественностью "Финансовая корпорация Открытие"

7. Поиск источников стоимости: органические и неорганические стратегии роста

1. Стратегии роста компаний как инструмент управления стоимостью бизнеса

О. Билеткина, Renaissance Capital,

2. Стратегические альянсы как элемент неорганических стратегий развития компаний

О. Билеткина, Renaissance Capital,

3. Синергетические эффекты в сделках слияния и поглощения компаний
Е. О. Данилова, старший экономист Управления стратегического планирования Сбербанка России
4. Создание стоимости в сделках выкупа с рычагом
И. Лоуа, Morgan Stanley, Investment Banking Division, финансовый аналитик
5. Факторы успеха сделок по слиянию и поглощению
И.В.Никитушкина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова
С.С. Степанов, руководитель аппарата президента компании «СУАЛ»

8. Управленческие процессы как фактор повышения стоимости компании

1. Стратегический управленческий учет в системе управления стоимостью бизнеса
А.В. Скибинский, «Финансовый и стратегический консалтинг», старший консультант
2. Построение системы риск-менеджмента в российской компании
Т.Н. Черкасова, к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит, Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносова
3. Организационное развитие в системе управления рисками и стоимостью
А.Ю.Жданов, Руководитель аппарата генерального директора ОАО «ГМК «Норильский никель»
4. Инструмент оптимизации учета затрат на персонал.
А. В. Каслина, руководитель отдела развития Управляющей компании «АНКОР Холдинг»
5. Управление инвестиционной деятельностью – организационный аспект
А.В. Скибинский, «Финансовый и стратегический консалтинг», старший консультант
6. Секьюритизация активов как механизм управления стоимостью компании

- О.С. Байдина, к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит, Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносова*
Е.В. Байдин, к.э.н., Советник Правления банка «Универсальные финансы»
7. Планирование деятельности компании на основе показателя экономической прибыли
И. А. Киришин, к.э.н., зав. кафедрой менеджмента Казанского государственного университета (г. Казань)
Н. М. Габдуллин, зам. по экономике главы КФХ «Чемпион» (г. Набережные Челны),
8. Бюджетирование как инструмент повышения эффективности управления компанией
С. В. Подзоров, руководитель проектов Газпром, ЗАО "Ланит"
9. Структура центров ответственности компании при стоимостной системе управления.
А. В. Каширова, к.э.н., доцент кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносова
С.В. Васильева, финансовый контролер компании «Harrys»

9. Управление активами на базе стоимостной концепции

1. Разрушает ли диверсификация стоимость компании?
А. Н. Кулемин, старший эксперт отдела аудиторских услуг компании "Ernst&Young", профессиональные сертификации: Certified Financial Manager (CFM), Certified Management Accountant (CMA).
2. Структура управления активами крупных компаний
Б.Р. Ахтямов, Руководитель дирекции стратегического планирования ЗАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»
3. Механизм управления активами и стоимостью: связь, типичные бизнес – структуры, модель оценки стоимости ФАУЛЬЗА
Дж. И. Рижинашвили, ИнтерРАО, директор департамента стратегического развития
4. Матрицы управления активами и стоимостью бизнеса
Дж. И., Рижинашвили, ИнтерРАО, директор департамента стратегического развития
5. Инфраструктура управления активами компании
Б.Р. Ахтямов, Руководитель дирекции стратегического планирования ЗАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»
6. Продажа непрофильных активов как фактор роста стоимости компании
Е. С. Терентьева, консультант КПМГ, корпоративные финансы, группа слияний и поглощений

10. Модификация корпоративной культуры компании при внедрении стоимостной философии

1. Стоимостное мышление в управлении компанией
Т.Н. Лобанова, к.п.н., сертифицированный консультант по управлению, директор по персоналу Морбанка
Л.В. Печковская, руководитель Департамента организационного развития PricewaterhouseCoopers
2. Баланс краткосрочных и долгосрочных приоритетов в управлении и планировании
Л.В. Печковская, руководитель Департамента организационного развития PricewaterhouseCoopers
Т.А.Нестик бизнес-тренер, к.ф.н., научный сотрудник Института психологии РАН
3. Управленческие навыки руководителя при стоимостном подходе к управлению компанией
Л.В. Печковская, руководитель Департамента организационного развития PricewaterhouseCoopers

- Е.П. Нюхченкова, консультант Департамента организационного развития PricewaterhouseCoopers*
4. Какие компетенции лидера необходимы владельцу бизнеса и генеральному директору?
Л.В. Печковская, руководитель Департамента организационного развития PricewaterhouseCoopers
 5. Как добиться перехода от сопротивления к изменениям в поведении и внедрить устойчивые изменения
Л.В. Печковская, руководитель Департамента организационного развития PricewaterhouseCoopers
 6. Сравнительная характеристика традиционных и стоимостных моделей для мотивации персонала.
*Н. И. Ведерникова, к.э.н., доцент кафедры общей экономической теории Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов,
С.Г. Ковалев, д.э.н., профессор кафедры экономической теории и мировой экономики, проректор Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов*
 7. Мотивация менеджмента на результат и стоимость компании
Т.Н. Лобанова, к.п.н., сертифицированный консультант по управлению, директор по персоналу Морбанка
 8. Компоненты эффективных систем мотивации
Т.Н. Лобанова, к.п.н., сертифицированный консультант по управлению, директор по персоналу Морбанка
 9. Опыт внедрения концепции EVA в системы оплаты и вознаграждения персонала: достоинства и недостатки.
*А.А. Гусев, к.э.н., доцент кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ
Е.В. Гаврикова, начальник отдела организации продаж нетопливных товаров и услуг за рубежом*

11. Коммуникативные средства взаимодействия с инвесторами

1. Концепция Value Reporting™: структура и принципы подготовки.
Л.В. Печковская, руководитель Департамента организационного развития PricewaterhouseCoopers
2. Эмитенты ценных бумаг: раскрытие информации и корпоративное поведение
*А. В. Герасимов, начальник Информационно-аналитического управления ММВБ
Е.Ю. Гутарева, главный специалист Информационно-аналитического управления ММВБ*
3. Социальное партнерство
*Л.А. Плотницкая, д.э.н., профессор, заместитель заведующего кафедрой Финансовой академии при Правительстве РФ,
В.А. Бычков, вице-президент ОАО «Альфа-банк», к.т.н.*
4. Учет прав собственности акционеров
*Ю.М. Цыгалов, к.т.н., доцент, ведущий специалист управления интеграционной политики ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»,
М.М. Пухова, к.э.н., старший преподаватель кафедры Финансовой академии при Правительстве РФ*
5. Корпоративное управление в системе управления стоимостью
А.Ю.Жданов, Руководитель аппарата генерального директора ОАО «ГМК «Норильский никель»
6. Пути развития корпоративного управления
А.Г. Хлопонин, губернатор Красноярского края

И.Ю. Беляева, д.э.н., профессор, заведующая кафедрой Финансовой академии при Правительстве РФ, председатель Подкомитета по антикризисному управлению, банкротству и корпоративному развитию ТПП РФ,

7. Практика формирования благоприятного имиджа компании перед инвесторами
С.А. Шаипова, Начальник управления по связям с общественностью "Финансовая корпорация Открытие"

12. Поведенческие факторы в управление стоимостью компании

1. Поведенческие финансы: учет иррациональности поведения человека
А.В. Солодухина, директор по стратегическому развитию "ВИТА Электроникс"
Д.В. Репин, Ph.D., профессор кафедры экономики и финансов фирмы, Государственный университет – Высшая школа экономики
2. Поведенческие особенности принятия решений менеджерами и их влияние на стоимость компании.
А.В. Солодухина, директор по стратегическому развитию "ВИТА Электроникс"
3. Психология инвесторов: реакция рынка и стоимость компании.
А.В. Солодухина, директор по стратегическому развитию "ВИТА Электроникс"
Д.В. Репин, Ph.D., профессор кафедры экономики и финансов фирмы, Государственный университет – Высшая школа экономики
4. Как не «повредить» компании при объявлении новостей
А.В. Солодухина, директор по стратегическому развитию "ВИТА Электроникс"
5. Роль прогнозов финансовых аналитиков в формировании рыночной стоимости компании
Д.В. Репин, Ph.D., профессор кафедры экономики и финансов фирмы, Государственный университет – Высшая школа экономики

Введение

Энциклопедия «Топ-менеджер. Создание и управление стоимостью компании» посвящена финансовому управлению, ориентированному на максимизацию стоимости. Несмотря на относительную «молодость», стоимостная концепция зарекомендовала себя как весьма эффективный инструмент финансового управления компанией при оценке результатов прошлой деятельности и стратегического положения компании, выработке долгосрочной корпоративной стратегии и построении систем поощрения и вознаграждения персонала. Можно говорить о существовании нескольких школ, сформировавшихся на базе действующих консалтинговых компаний и активно реализующих идею управления стоимостью (Value Based Management) на практике. Наиболее значимыми из них являются Stern Stewart & Co, Marakon Associates, McKinsey&Co, PricewaterhouseCoopers, L.E.K. Consulting, HOLT Value Associates.

Однако в современной практике идея максимизации стоимости как главная цель функционирования компании не всегда воспринимается однозначно. Многие руководители компаний до сих пор считают весьма спорным приоритет роста стоимости над другими задачами, например, максимизацией годовой прибыли, расширением масштабов деятельности компании, моральным и интеллектуальным лидерством компании. Максимальное повышение стоимости компании рассматривается ими порой как близорукая, неэффективная и упрощенная политика.

Тем не менее, что бы не думал менеджмент об относительных достоинствах данной концепции, одно не вызывает сомнений: если поставщики капитала не получают справедливой отдачи, которая вознаградит их за взятый на себя риск, они уйдут из компании. Компании, которые не обеспечивают инвесторам адекватного вознаграждения на вложенный капитал, обречены на отставание в гонке за конкурентоспособностью.

Внедрение концепции управления стоимостью посредством воздействия на формирующие ее факторы обеспечивает современный бизнес перспективным и действенным инструментом оценки текущего и будущего состояний. Компании, добившиеся успехов в конкурентной борьбе, отличаются более высокой производительностью, более быстрым ростом благосостояния собственников (акционеров) и более высоким уровнем занятости. Успешно действующие компании создают сравнительно больше стоимости для всех участников – потребителей, работников, правительства и поставщиков капитала. Однако есть и другие причины – более концептуальные по своей сути, но не менее убедительные, – по которым следует принять систему, ориентированную на максимизацию стоимость для акционеров. Во-первых, стоимость – лучшая из известных нам мер результатов деятельности. Во-вторых, держатели акций (паев) – единственные участники компании, которые, заботясь о максимальном повышении своего благосостояния, одновременно способствуют повышению благосостояния всех других. И, наконец, компании, работающие неэффективно, неизбежно столкнутся с оттоком капитала в руки своих конкурентов.

Максимизация рыночной стоимости компании может быть четко сформулированной целью, как это принято в американской бизнес-модели. Или же она может быть естественным следствием «верных» управленческих решений, как это происходит во многих и, особенно, японских компаниях. В любом случае, менеджеры должны уметь измерять стоимость своих компаний и управлять ею. По мере увеличения мобильности капитала, система, опирающаяся на максимизацию стоимости для собственников, приобретает все больший вес и значение.

В настоящее время все больше компаний в России, находящихся в разных исходных условиях, формулирующих свои индивидуальные миссии, цели и задачи, имеющих различное стратегическое видение будущего компании и применяющих разнообразные инструменты для реализации поставленных целей, ставят во главу оперативных и стратегических решений одну единственную цель – максимальное увеличение стоимости.

Как этого добиться? Каковы рычаги и источники создания стоимости? Какую стоимость максимизировать: «внутреннюю» или «рыночную»? Лучшие умы мировой экономической науки и практики бизнеса не первое десятилетие работают над созданием и совершенствованием соответствующих управленческих методик и инструментов.

Предлагаемая энциклопедия имеет два неоспоримых преимущества: содержат «свежие» теоретические методики управления стоимостью компании и большое количество материала по применению этих методик в реальном бизнесе – практике крупнейших мировых компаний, опыт которых интересен для широкого круга читателей. Комбинированный «портфель» из фундаментальных и практических статей является инструментом для топ-менеджеров по созданию конкурентного и процветающего бизнеса. Принимая во внимание исключительную «емкость» данной тематики, множество спорных вопросов, энциклопедия не претендует на всесторонний охват концепции управления стоимостью. Задача данной книги заключается в обобщении и описании ключевых теоретических, методологических и практических аспектов управления стоимостью компании.

Для создания у читателя полноты картины изложение логически построено по принципу «от общего к частному»: дается характеристика основных положений концепции управления компанией, эволюции парадигмы управления, вводится категория «стоимость», обозначаются ее преимущества и ограничения по сравнению с другими критериями финансовой эффективности компании, раскрываются проблемы определения стоимости компании.

В последние несколько лет наблюдается «взросление» российской экономики и переход к цивилизованным формам ведения бизнеса, основанным на общепризнанных принципах корпоративной этики и рыночных «правилах игры». Снижение рисков, связанных как с развитием страны в целом, так и с отдельными хозяйствующими субъектами, делает российское экономическое пространство привлекательным для отечественных и иностранных инвестиций. Вопросы восприятия компаний потенциальными инвесторами разных типов и мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности также получили отражение в энциклопедии

Особое внимание в книге отводится принципам системы управления стоимостью бизнеса, подходам к выявлению и разработке целостной системы соподчиненных факторов стоимости, оценки стратегического положения компании с точки зрения роста ее стоимости, проблемам, связанным с внедрением системы управления стоимостью.

Эффективность деятельности компаний оценивается на основе различных критериев, соответственно используются различные системы финансовых показателей. В энциклопедии содержится характеристика различных финансовых показателей добавленной стоимости, выделяются их достоинства и недостатки в условиях конкурентной и глобализированной среды деятельности компании, выявляется система их взаимосвязи с нефинансовыми показателями деятельности компании.

В современном постиндустриальном обществе источником богатства выступают не столько физические и финансовые активы, сколько информация, оперативность принятия грамотных управленческих решений, инновации, ноу-хау - словом, все то, что объединено в понятие интеллектуальный капитал. Способность компании создавать и эффективно использовать интеллектуальный капитал становится устойчивым конкурентным преимуществом, а источником вновь созданной стоимости теперь выступают инновации. Отдельный раздел книги посвящен инвестициям в интеллектуальный капитал.

Проблема роста – ключевая для любого бизнеса. Развитие экономики и финансовых рынков, накопление опыта в сфере корпоративных финансов привели к тому, что в настоящее время сделки слияний и поглощений стали популярным инструментом повышения стоимости бизнеса отечественных компаний в средне- и долгосрочной перспективе. Концентрация производственных, финансовых и человеческих ресурсов позволяет компаниям приобрести новые конкурентные преимущества и упростить выход

и закрепление на международных рынках. Хорошо продуманная стратегия консолидации, анализ и четкое определение деталей предстоящей сделки является залогом ее будущего успеха. Инструменты органического и неорганического роста получили всестороннее освещение в энциклопедии.

Эффективное использование концепции максимизации стоимости невозможно без применения современных инновационных технологий управления бизнесом. Поэтому в книге подробно рассмотрены управленческие процессы, которые необходимо внедрить в компании для реализации методов стоимостного управления: портфельный подход к инвестициям, инструменты оптимизации учета затрат на персонал, построение системы риск-менеджмента, планирование на основе стоимостных показателей.

Техники управления активами крупных и средних холдинговых компаний с целью увеличения стоимости бизнеса, проблема выбора оптимальной структуры компании, способствующая росту эффективности управления и максимизации стоимости будут интересны менеджерам и собственникам бизнесов, имеющих дочерние или зависимые фирмы.

От правильной мотивации менеджмента, «лояльности» сотрудников будет зависеть успешность внедрения системы управления стоимостью компании в целом. В процессе деятельности у любой организации формируется своя внутренняя или, как ее называют, корпоративная культура, формированием или изменением которой можно управлять. Основные техники службы персонала на развитие «стоимостной» корпоративной культуры, рычаги изменения сложившейся корпоративной культурой, модели мотивации получили широкое отражение в предлагаемом издании.

В настоящее время для российских компаний (особенно для ведущих предприятий ТЭКа, металлургии и телекоммуникаций), характерны существенные позитивные изменения, направленные на повышение прозрачности бизнеса, улучшение отношений с акционерами и инвесторами, создание системы и принципов управления, отвечающих международным стандартам качества. Вопросы корпоративного управления, построения взаимоотношений с инвесторами, создания благоприятного имиджа компании как инструменты повышения капитализации рассматриваются в отдельном разделе энциклопедии.

Исследования практической психологии показали, что отклонения действительного поведения людей в условиях неопределенности от аксиом рациональности столь значительно, что именно факт игнорирования «человека реального» и объясняет искажение результатов, получаемых в рамках привычных теорий и методик. В книге освещены вопросы использования поведенческих моделей для объяснения динамики рынка капиталов и решений менеджмента современных компаний

Энциклопедия - совместный труд большого количества авторов – топ менеджеров российских и западных компаний, специалистов по стратегическому консультированию ведущих консалтинговых фирм, ученых и преподавателей лидирующих экономических университетов и бизнес-школ.

Представляемая вашему вниманию книга состоит из 12 разделов.

В подготовке раздела 1 «Концепция управления стоимостью компании» принимали участие N. Burkey, Managing Director Global Structuring Group, Credit Suisse securities (Europe) limited, А. Н. Лопатников, управляющий директор компании American Appraisal, И.В.Никитушкина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова, Г.В. Седов, Генеральный представитель Mitsubishi Electric в России и странах СНГ, С.С. Степанов, руководитель аппарата президента компании «СУАЛ», В.Л. Уланов, д.э.н. профессор, главный редактор энциклопедии «Топ-менеджер», профессор кафедры регулирования и управления сырьевыми отраслями Государственного университета – Высшая школа экономики.

Раздел 2 «Оценка стоимости: базовые понятия и ключевые модели» написан А.П. Бондарем, генеральным директор ООО «СБС-Пром», С.В. Валдайцевым, д.э.н., профессором, зав. кафедрой экономики исследований и разработок экономического

факультета СПбГУ, А. Н. Лопатниковым, управляющим директором компании American Appraisal, Е. А. Соломенниковой, к.э.н., доцент, в.н.с. ИЭОПП СО РАН, Тазихиной Т.В., профессором кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ, М. А. Федотовой, д.э.н, профессором, заведующей кафедрой оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ, Д. Н. Якубовой, к.э.н, доцентом кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ.

Раздел 3 «Инвестиционная привлекательность бизнеса и стоимость компании» подготовлен В.В. Бурдаевым, зам. начальника валютно-финансового отдела ОАО «Сильвинит», А. В. Герасимовым, начальником Информационно-аналитического управления ММВБ, Е.Ю. Гутаревой, главным специалистом Информационно-аналитического управления ММВБ, А.А. Гусевым, к.э.н., доцентом кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ, А.В. Кашировой, к.э.н., доцентом кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления МГУ им. М.В. Ломоносова, А.С. Комовым, ведущим консультантом инвестиционной компания Тайга Капитал, Е. В. Ненашевой, старшим аналитиком отдела корпоративных финансов, АТОН Broker, И. В. Савельевым, директором по инвестиционному анализу и проектированию, Интер РАО ЕЭС.

Раздел 4 «Модель управления стоимостью бизнеса» объединил усилия И.А. Бута, руководителя практики стратегического планирования V-RATIO ВСС, Е.Д. Вайсман, к.э.н., профессора кафедры «Экономика и финансы» Южно-Уральского университета, Ю.В. Волкова преподавателя-консультанта по финансам компании ТНК-ВР, преподавателем ВШБ Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова, Н.В. Голубчикова, вице президента Abn Amro Bank, С. Б. Николаеа, генерального директора консалтинговой компании «Гармоничное развитие систем», Т.А. Кузнецовой, к.э.н., доцента кафедры «Экономика и финансы» Южно-Уральского университета, В.В. Масленникова, д.э.н., профессора Государственного университета управления, Ю.Н. Пономаревой, аналитика департамента инвестиционно-банковского бизнеса и прямых инвестиций ИФК "Алемар", А.Ф. Юрченко, начальника отдела инвестиций и ценных бумаг ООО «Трансазот», Д.А. Янева, главного специалиста Отдела стратегического развития нефтепереработки и сбыта Департамента стратегического развития Главного управления стратегического развития и инвестиционного анализа ОАО ЛУКОЙЛ.

Раздел 5 «Финансовые показатели в системе управления стоимостью» написан при участии В.В. Бурдаева, зам. начальника валютно-финансового отдела ОАО «Сильвинит», И.А. Бута, руководителя практики стратегического планирования V-RATIO ВСС, Е.В. Гавриковой, начальника отдела организации продаж нетопливных товаров и услуг за рубежом, А.А. Гусева, к.э.н., доцента кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ, И.В.Никитушкиной, доцента, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова, к.э.н., Е. В. Ненашевой, старшего аналитика, корпоративные финансы, АТОН Broker, В.Л. Уланова, д.э.н. профессора, главного редактора энциклопедии «Топ-менеджер», профессора кафедры регулирования и управления сырьевыми отраслями Государственного университета – Высшая школа экономики.

К подготовке раздела 6 «Интеллектуальный капитал в системе управления стоимостью» были привлечены Н. Н. Алиев, заместитель начальника Управления Департамента экономики геологоразведки и добычи нефти и газа НК ОАО "ЛУКОЙЛ" А. В. Беляков, старший менеджер Отдела информации и сводной отчетности Департамента экономики геологоразведки и добычи нефти и газа НК ОАО "ЛУКОЙЛ", Г. Н. Беленко, Помощник Президента Некоммерческой организации «Благотворительный фонд поддержки

ветеранов - нефтяников», М.О.Вартанов, профессор, зав. кафедрой информационного бизнеса ОПДО ФНЭ ГОУ ВПО АНХ, к.ф.-м.н., MBA (Grenoble Graduate School of Business), Е. О. Данилова, старший экономист Управления стратегического планирования Сбербанка России, В.Е. Есипов, д.э.н., профессор, заведующий кафедрой ценообразования и оценочной деятельности Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов, П.В. Кауфман, начальник Департамента экономики геологоразведки и добычи нефти и газа НК ОАО "ЛУКОЙЛ", С. Б. Николаев, генеральный директор консалтинговой компании «Гармоничное развитие систем», И. А. Поляченко, начальник отдела макроэкономического анализа и исследования рынка Управления стратегического планирования Сбербанка России, Н. Ю. Пузыня, к.э.н., профессор кафедры ценообразования и оценочной деятельности Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов, практикующий оценщик ЗАО «Аудиторская компания «БизнесСервисКонтроль», Д. В. Тарасов, Директор Управления стратегического планирования Сбербанка России, С.А. Шаипова, Начальник управления по связям с общественностью "Финансовая корпорация Открытие"

В разработке материалов раздела 7 «Поиск источников стоимости: органические и неорганические стратегии роста» были задействованы **О. Билеткина, Renaissance Capital**, Е. О. Данилова, старший экономист Управления стратегического планирования Сбербанка России, И. Лолуа, Morgan Stanley, Investment Banking Division, финансовый аналитик, И.В.Никитушкина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова, С.С. Степанов, руководитель аппарата президента компании «СУАЛ».

Раздел 8 «Управленческие процессы как фактор повышения стоимости компании» подготовлен О.С. Байдиной, к.э.н., доцентом кафедры «Финансы и кредит, Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносова, Е.В. Байдиным, к.э.н., Советником Правления банка «Универсальные финансы», Н. М. Габдуллиным, зам. по экономике главы КФХ «Чемпион», А.Ю.Ждановым, Руководителем аппарата генерального директора ОАО «ГМК «Норильский никель», А. В. Каслиной, руководителем отдела развития Управляющей компании «АНКОР Холдинг», А. В. Кашировой, к.э.н., доцентом кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносов, И. А. Киршиным, зав. кафедрой менеджмента Казанского государственного университета, к.э.н., С. В. Подзоровым, руководителем проектов Газпром, ЗАО "Ланит", А.В. Скибинским, старшим консультантом компании «Финансовый и стратегический консалтинг», Т.Н. Черкасовой, к.э.н, доцентом кафедры «Финансы и кредит, Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносова

Раздел 9 «Управление активами на базе стоимостной концепции» написан Б.Р. Ахтямовым, руководителем дирекции стратегического планирования ЗАО «ИНТЕР РАО ЕЭС», А. Н. Кулеминым, старшим экспертом отдела аудиторских услуг компании "Ernst&Young", профессиональные сертификации: Certified Financial Manager (CFM), Certified Management Accountant (CMA), Дж. И. Рижинашвили, директором департамента стратегического развития «ИНТЕР РАО ЕЭС»

Раздел 10 «Модификация корпоративной культуры компании при внедрении стоимостной философии» написан при участии Н.И. Ведерниковой, к.э.н., доцента кафедры общей экономической теории Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов, А.А. Гусева, к.э.н., доцента кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ, С.Г. Ковалева, д.э.н., профессора кафедры экономической теории и мировой экономики, проректора Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов, Т.Н. Лобановой, к.п.н., сертифицированного консультанта по управлению, директора по персоналу Морбанка, Т.А.Нестика, бизнес-тренера, к.ф.н., научного сотрудника Института психологии РАН, Е.П.Нюхченковой, консультанта Департамента организационного развития

PricewaterhouseCoopers, Л.В. Печковской, руководителя Департамента организационного развития PricewaterhouseCoopers.

В разработке материалов раздела 11 «Коммуникативные средства взаимодействия с инвесторами принимали участие В.А. Бычков, вице-президент ОАО «Альфа-банк», И.Ю. Беляева, д.э.н., профессор, заведующая кафедрой Финансовой академии при Правительстве РФ, председатель Подкомитета по антикризисному управлению, банкротству и корпоративному развитию ТПП РФ, А. В. Герасимов, начальник Информационно-аналитического управления ММВБ Е.Ю. Гутарева, главный специалист Информационно-аналитического управления ММВБ, Л.В. Печковская, руководитель Департамента организационного развития PricewaterhouseCoopers, Л.А Плотичина, д.э.н., профессор, заместитель заведующего кафедрой Финансовой академии при Правительстве РФ, к.т.н., М.М. Пухова, к.э.н. к.э.н., старший преподаватель кафедры Финансовой академии при Правительстве РФ, А.Г. Хлопонин, губернатор Красноярского края, С.А. Шаипова, Начальник управления по связям с общественностью "Финансовая корпорация Открытие", Ю.М. Цыгалов, к.т.н., доцент, ведущий специалист управления интеграционной политики ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»

Раздел 12 «Поведенческие факторы в управление стоимостью компании» подготовлен Д.В. Репиным, профессором кафедры экономики и финансов фирмы Государственного университета – Высшая школа экономики, Ph.D. и А.В. Солодухиной директором по стратегическому развитию компании "ВИТА Электроникс"

Практическая направленность статей, описание самых последних научных разработок, стремление обобщить теоретические инструменты и практику их применения - все это Вы найдете в книге «Топ-менеджер. Создание и управление стоимостью компании».

Современная финансовая модель анализа и управления компанией

учетный (бухгалтерский) подход
финансовый (альтернативный) подход
бухгалтерская прибыль
экономическая прибыль

В современном стратегическом анализе выделяют два основных подхода к оценке деятельности компании: бухгалтерский (учетный, традиционный) и финансовый. Каждый подход характеризуется определенными принципами, которые в свою очередь определяют основные показатели измерения результатов компании. **Учетный**, или иначе, **бухгалтерский подход** ориентирован на применение традиционных принципов бухгалтерского учета для построения системы анализа основных показателей, которые используются для оценки результатов компании и принятия управленческих решений. **Альтернативный (финансовый) подход** выстроен на основе принципов современных корпоративных финансов, учитывает инвестиционную стоимость капитала и ориентирует менеджмент на принятие решений, позволяющих получать экономическую прибыль. Переход от учетной к финансовой модели анализа деятельности компании, во многом определяется изменением экономической среды, в которой функционируют современные компании.

В настоящее время для успеха компаниям не достаточно эффективно решать оперативные задачи, необходимо оценивать управленческие решения через призму стратегического развития бизнеса. Если для целей планирования, бюджетирования, контроля было достаточно информации, предоставляемой в бухгалтерском учете, то в условиях постиндустриальной экономики, постоянного усовершенствования технологий, смены продуктов, многовариантности хода событий менеджерам необходим иной массив информации и адекватные инструменты, учитывающие риск и альтернативные возможности, предоставляемые рынком.

Финансовая модель построения эффективной стратегии развития компании базируется на следующих **ключевых положениях** (рис 1).

Положение 1. Акцент на учет альтернативных возможностей вложения инвестированного капитала.

Применение учетного подхода не ориентирует менеджмент на показатели, которые учитывают возможные альтернативы и варианты развития компании. Традиционные критерии успешного результата, например, прирост бухгалтерской прибыли, не отражают стоимость и риск инвестирования. **Бухгалтерская прибыль** трактуется как превышение выручки от реализации товаров и услуг над фактическими затратами, то есть реально понесенными в процессе осуществления хозяйственной деятельности. Наличие альтернативных издержек как утраченных возможностей от более выгодного использования денежных средств компании не принимается во внимание. Принцип учета «явных затрат» используется не только на стадии сбора и обработки информации в бухгалтерском учете, но и превалирует в последующем анализе экономической деятельности компании (рис.2). Таким образом, критерий бухгалтерской прибыли не позволяет менеджменту определить, во-первых, превышает ли полученная прибыль, те затраты, которые компания несет на привлечение капитала с учетом альтернативных вариантов его использования. Во-вторых, в какой мере начисленная прибыль компенсирует риск инвестирования. Как следствие, менеджмент, опираясь на показатель бухгалтерской прибыли, не имеет возможности сделать правильные выводы о целесообразности тех или иных стратегических и финансовых решений. Критерии экономической прибыли, применяемой в финансовой модели анализа компании,

учитывает альтернативные вложения капитала с определенным уровнем доходности и риска (рис. 3).

Принцип *экономической прибыли* означает анализ риска инвестиций, поиск и оценку сопоставимых по риску альтернатив из объемного массива информации для выявления и учета «неявных» издержек. Коренное отличие между бухгалтерской и экономической прибылью проявляется в классическом экономическом утверждении: компания считается действительно прибыльной, если ее доходы не только покрывают производственные и операционные расходы, но и достаточны для обеспечения их владельцев требуемой отдачей на инвестированный капитал. Важность «идентификации» альтернативных затрат использования инвестированного капитала определила направленность финансового анализа в современных условиях. Существующие стандарты и принципы учетной модели создают проблему занижения стоимости инвестиционного капитала и прибыли. Расходы, которые фактически являются инвестициями, относятся к текущим расходам и списываются в текущем периоде, например, затраты на НИОКР, маркетинговые расходы. Помимо этого, возникает необходимость учета «теневых» активов (хорошие отношения с поставщиками и клиентами, возможность использования ресурсов влияния и прочее). Использование экономической прибыли позволяет устранить существующие аномалии бухгалтерского подхода и обеспечивает корректную оценку результатов деятельности компании.

В современных условиях концепция экономической прибыли служит фундаментом для разработки новых моделей и методов оценки, широко используемых при управлении стоимостью компании. Например, SVA (Shareholders Value Added - добавленная акционерная стоимость), MVA (Market Value Added - добавленная рыночная стоимость), EVA (Economic Value Added - добавленная экономическая стоимость), CFROI (Cash Flow Return on Investments - возврат денежного потока на инвестиции) и ряд других. Ориентация на ту или иную модель обычно зависит от специфики бизнеса, капиталоемкости производства, положения в отрасли и прочих факторов.

Положение 2. Учет стоимости денег во времени.

В финансовой модели компании будущие денежные потоки, получаемые от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности должны приводиться к их текущей стоимости. Данное положение связано с учетом альтернативных вложений и рисков, которые принимают на себя потенциальные инвесторы компании при вложении средств в бизнес. В противном случае, при принятии стратегических решений менеджментом без учета риска и требуемой доходности инвесторов, происходит неэффективное управление бизнесом и разрушение стоимости компании с точки зрения инвесторов. Кроме того, приведение будущих потоков денежных средств к их текущей стоимости учитывает инфляцию (рис.4).

Положение 3. Оценка и управление деятельностью компании на долгосрочной основе.

В отличие от традиционных показателей эффективности финансовый подход предполагает долгосрочную оценку, планирование и управление деятельностью компании. Выбирается горизонт планирования, который зависит от предполагаемого срока реализации стратегических целей и преимуществ компании. Этот срок варьируется для различных отраслей, и внутри одной отрасли для различных компаний.

Положение 4. Эффективность деятельности компании оценивается на основе ее стоимости.

Традиционные методики финансового анализа не позволяют оценить эффективность управления компанией. Наиболее значимыми из недостатков с точки зрения концепции управления стоимостью являются:

- отражение в рамках традиционной системы показателей только эффективности прошлой деятельности;
- ориентация на внутреннюю среду компании и игнорирование внешних процессов;

- отсутствие показателей, которые количественно оценивают риск, связанный с получением доходов;
- несопоставимость традиционных показателей при сравнении эффективности различных компаний;
- возможности для манипулирования с использованием различных способов учета.
- затруднения в сравнении результатов компаний, существенно отличающихся принятой учетной политикой;
- «недоучет» значимости и стоимости интеллектуального капитала в современной экономической среде.

Участники рынка оценивают деятельность компании с точки зрения ее способности приносить доход, превышающий явные и неявные затраты. Доход собственников компании - это остаточный доход, то есть доход после расчетов со всеми контрагентами компании и кредиторами. Если компания создает доход для своих акционеров, это автоматически означает, что она удовлетворила все требования, которые ей были предъявлены другими участниками рынка. Инвестор готов вкладывать деньги в акции компании, если она способна принести доход не только в отчетном году, но и в долгосрочной перспективе

Положение 4. Использование методов инвестиционного анализа при оценке эффективности и в управлении компанией.

Акционеры компании действуют как инвесторы, соответственно они применяют те же методы, которые используют инвесторы, решая, вкладывать средства в проект или нет. Соответственно, для того, чтобы в максимальной степени удовлетворить требования рынка, менеджеры должны иметь то же видение, что и участники рынка. То есть эффективность всех проектов, которые принимаются к реализации, должны быть проверена на основе инвестиционного анализа. При таком подходе вся компания представляет собой один большой долгосрочный (в идеале - бесконечный) инвестиционный проект, и такую точку зрения акционеров в рамках концепции управления стоимостью должны разделять и менеджеры.

Положение 5. Стоимость компании определяется как совокупный поток денежных потоков (за вычетом вложений в компанию), которые могут извлечь ее собственники.

Эффективность деятельности компании оценивается не на основе текущих величин денежных потоков, прибыли или рентабельности капитала компании, которые по объективным или субъективным причинам подвержены искажению и предоставляют информацию об эффективности управления в прошлом. Эффективность управления, отраженная в стоимости акций компании, представляет собой величину будущих доходов для инвесторов, которые количественно выражаются в виде потоков свободных денежных средств (free cash flows / FCF), то есть потоков ликвидных ресурсов, которые остаются в компании после осуществления всех операций, необходимых для реализации ее стратегии в каждом конкретном году (рис.5). Свободные денежные потоки компании прогнозируются как на основе оценки прошлой эффективности деятельности компании, так и на основе информации о потенциале развития компании (новые разработки, выгодные долгосрочные контракты, лояльные потребители и т.д.).

Положение 6. Система мотивации направлена на достижение долгосрочных целей.

Стимулирование менеджмента компании на улучшение бухгалтерских показателей эффективности часто приводит к принятию неэффективных операционных и стратегических решений в долгосрочной перспективе. Привязка критериев оценки деятельности менеджеров всех уровней к факторам стоимости через кратко- и долгосрочные целевые нормативы, формирование стоимостного мышления у персонала компании позволяют создавать эффективные мотивационные системы мотивации и вознаграждения.

Положение 7. Определение ключевых факторов стоимости бизнеса

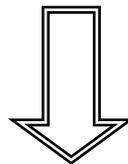
Для того чтобы стоимость превратилась из показателя эффективности в систему управления компанией, необходимо определить составляющие деятельности компании, которые влияют на стоимость и называются факторами стоимости. Система управления стоимостью бизнеса основана на выявлении и оптимизации ключевых факторов стоимости в различных элементах компании (в компании в целом, бизнес-единицах, региональных филиалах, функциональных подразделениях, бизнес-процессах, инвестиционных проектах и т. д.). Факторы стоимости можно разделить на две группы: внешние (не подлежащие воздействию со стороны менеджмента компании) и внутренние (подвластные менеджменту). Невозможность воздействия на внешние факторы (например, законодательные ограничения, инфляционные риски и т. д.) не означает, что менеджеры не могут предвидеть их изменение и минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды. Задача менеджмента состоит в том, чтобы обезопасить стоимость своей компании от колебания внешних факторов как можно в большей степени. Система внутренних факторов стоимости представляет собой совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее единиц. К ним относятся - выручка, прибыль, рентабельность, качество выпускаемой продукции, техническая оснащенность производства и т.д. Данные факторы должны быть детализированы до всех уровней организации. Факторы создания стоимости следует устанавливать в качестве целевых индикаторов и измерять, используя как финансовые, так и нефинансовые показатели. Компании необходимо выявить наиболее существенные факторы стоимости и составить модель, позволяющую судить о чувствительности стоимости компании к изменению данных показателей. Сформировав систему факторов стоимости, необходимо ввести систему постоянного мониторинга этих показателей, оценку эффективности оперативных и стратегических решений на всех уровнях управления, диагностики и предупреждения развития процессов разрушения стоимости.

В книге «Стоимость компании: оценка и управление» Т.Коупленда и Т.Колера приведена цитата из журнала *The Wall Street Journal*, с полной очевидностью отражающая необходимость изменения парадигмы мышления: «Многие руководители, по-видимому, считают, что коли им каким-то образом удастся продемонстрировать рост прибылей своей компании, то цена на акции пойдет вверх, даже если это изменение не является следствием глубоких экономических изменений. Другими словами, руководители думают, что они умные, а рынок глуп... Но на самом деле рынок умен, а если кто и глуп, так это руководители корпорации, верящие в таинственную силу прибыли на акцию...» Итак, опора на финансовую трактовку эффективности функционирования компании позволяет выстроить качественную систему интеграции процессов стимулирования, планирования инвестиционной и финансовой деятельности и выявить ключевые факторы стоимости, которые в действительности «двигают» бизнес.

Рис. 1. Современная модель финансового анализа компании

Модель предполагает учет:

1. стратегического многовариантного развития
2. упущенной выгоды в использовании капитала и рисков деятельности
3. материальных ресурсов интеллектуального капитала
4. стоимости денег во времени
5. деятельности компании на долгосрочной основе



Критерий оценки – выгоды собственников и других заинтересованных групп, выраженные в показателе стоимости

Рис. 2. Финансовая модель компании

- ✓ основана на рассмотрении как фактического, так и потенциального размещения ресурсов;
- ✓ отражает картину прошлого компании и настоящее ее конкурентов.

**Финансовые издержки =
бухгалтерские издержки +
альтернативные издержки**

**Экономическая прибыль =
валовая выручка - явные
затраты - неявные затраты**

**финансовая модель –
эффективна при анализе
стратегических решений**

Рис. 3. Концепция риска в учетной и финансовой моделях

Учетная модель

- ✓ не анализирует проблему риска
- ✓ требуемую норму доходности нельзя извлечь из бухгалтерского видения и некорректно сводить к бухгалтерским показателям, например, к ROE, ROI, ROA

Финансовая модель

- ✓ риск трактуется как неопределенность в получении некоего ожидаемого результата;
- ✓ риск выражается в виде либо абсолютных, либо относительных показателей.

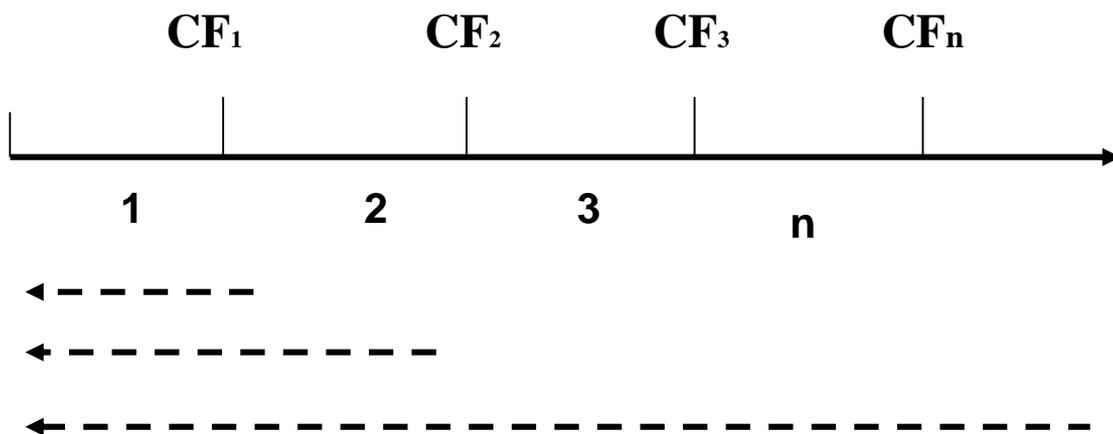
Требуемая норма доходности (required rate of return - RRR):

- ✓ аналитическая ставка, выражающая финансовую концепцию прибыли, строится компанией самостоятельно;
- ✓ барьерная ставка, определяющая критерии эффективности решений по финансовому управлению в области инвестиций и области финансирования



Рис. 4. Учет стоимости денег во времени

Дисконтирование - это процедура пересчета, приведения денежных сумм, относящихся к будущему к «нулевому» периоду на основе анализа риска \Rightarrow процедура инкорпорирования риска в анализ



$$PV = \frac{FV}{(1 + i)^n}$$

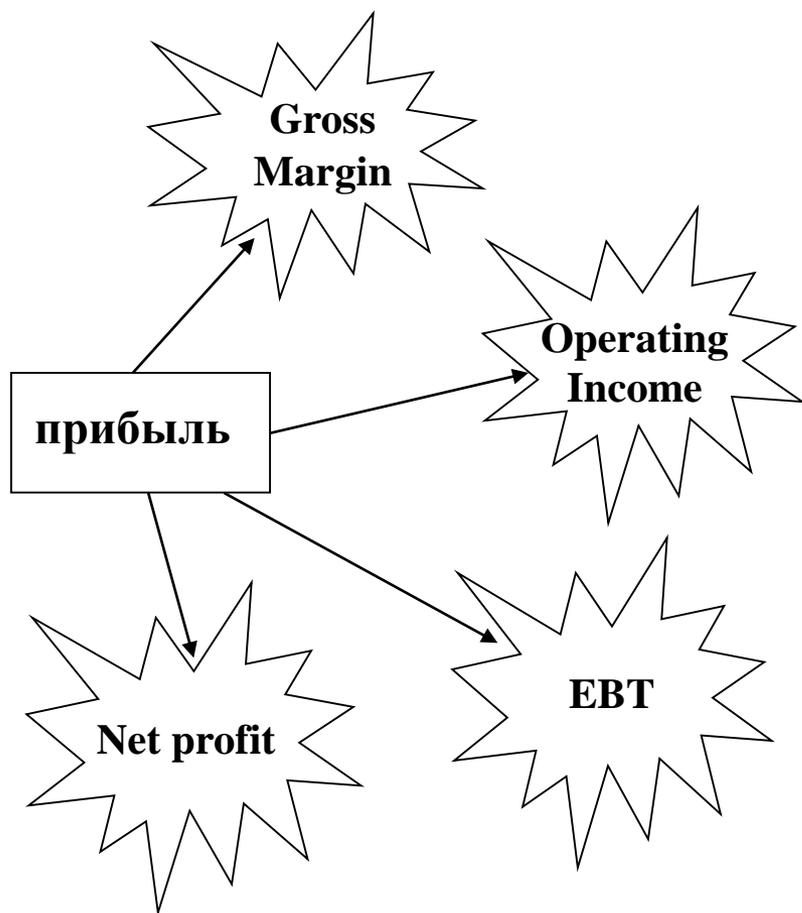
Ставка дисконтирования:

- ✓ вознаграждение за риск операций, требуемая ставка доходности инвестиций
- ✓ типичная ставка доходности инвестиций в альтернативных вариантах, сопоставимых по уровню риска

Рис. 5. Базовое понятие модели

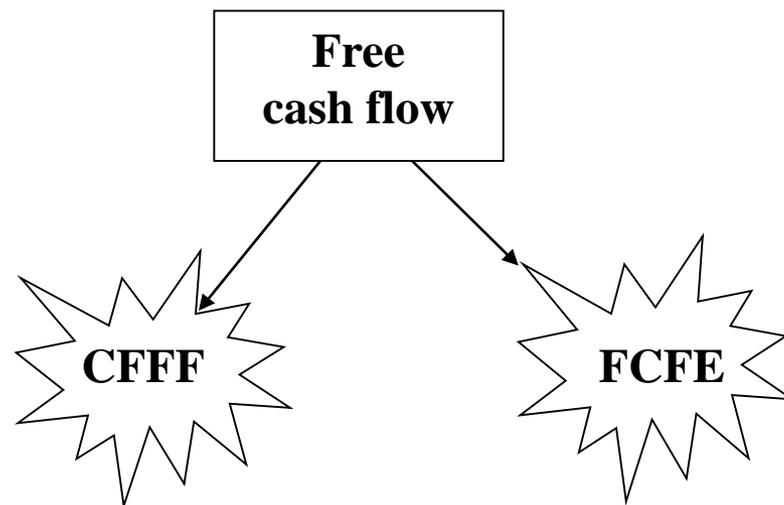
Учетная модель

✓ в центре внимания - прибыль в разных проявлениях



Финансовая модель

✓ в центре внимания – свободный денежный поток (free cash flow);
✓ задача – оценить потенциал развития компании



Стоимость как комплексный критерий оценки эффективности функционирования бизнеса

стоимость компании (бизнеса)

рейдерство

текущая рыночная стоимость

фундаментальная (внутренняя) стоимость

метод дисконтированных денежных потоков

Сегодня успешные компании подкрепляют развитие конкурентных возможностей бизнеса активным использованием новых стратегий и современных подходов к управлению, адекватных реалиям рыночной экономики. Компании идут на изменение организационных структур, уменьшая число иерархических уровней управления и заменив отделы многофункциональными командами, сокращение накладных расходов, продажу неэффективных и непрофильных активов, внедрение системы «тотального» качества, осуществление компьютеризации внутренних информационных систем и др. В этой связи возникает потребность в обновлении критерия оценки эффективности его функционирования. В последнее время мировая практика управления бизнесом и финансами все в большей степени ориентируется на такую экономическую категорию, как **стоимость компании (бизнеса)**.

Для собственников, потенциальных инвесторов, кредиторов, аналитиков и других заинтересованных в результатах деятельности компании сторон, стоимость компании и её динамика является индикатором успешности текущей политики менеджмента и отражает мнение рынка относительно перспектив развития в будущем. С позиции менеджмента стоимость компании представляется как управляемая система, а процесс управления сводится к определению качественных и количественных факторов, участвующих в формировании показателя рыночной стоимости, и оказанию воздействия на эти элементы с целью получения положительного результата, отражающегося в величине прироста стоимости бизнеса. Процветающие компании всегда создают относительно большую стоимость для поставщиков капитала, чем их конкуренты.

Интерес к стоимости возник в недрах корпоративной Америки в 80-годах прошлого столетия. Причиной послужила необходимость изменения преобладающих представлений менеджмента о процветающей компании как крупном диверсифицированном бизнесе. Нацеленность на корпоративный рост и диверсификацию часто сопровождалось разрушением стоимости компаний для акционеров и заложило основу для процветания **рейдерства** (захвата компаний). Рейдеры находили компании с неэффективным распределением ресурсов и осуществляли чаще всего враждебные поглощения. Активность рейдеров поддерживали инвестиционные банки, обеспечивающих финансирование подобных сделок. Именно в данный момент времени в практику стали внедряться сделки с использованием земных средств (LBO). Взгляд на компанию глазами рейдера позволил увидеть неиспользованные внутренние возможности компаний и необходимость внедрения механизмов максимизации стоимости для постоянного улучшения показателей эффективности бизнеса.

Стоимость определяет гипотетическую или предположительную цену товара или услуги, о которой с наибольшей вероятностью должны договориться покупатель и продавец. Таким образом, стоимость — это не фактическая, а расчетная, наиболее вероятная цена, которая будет уплачена в данное время за товар или услугу¹.

Существует много видов стоимости и соответствующих им определений (рис.1). Некоторые из них являются стандартными типами стоимости, широко применяемыми в

¹ Международные стандарты оценки. Введение к Международным стандартам оценки, Стандарт 1. Рыночная стоимость как база оценки, Стандарт 2. Базы оценки, отличные от рыночной стоимости

процедурах оценки (рыночная стоимость, фундаментальная стоимость). Другие же используются в специальных, строго определенных случаях (залоговая стоимость, стоимость для целей налогообложения). Несмотря на многогранность понятия «стоимость», в большинстве случаев она ассоциируется с рыночной оценкой капитала (рыночной капитализацией, рис. 2). Но всегда ли рыночная стоимость адекватно отражает информации о состоянии компании?

В условиях эффективных рынков капитала, **текущая рыночная стоимость** согласуется с **фундаментальной (внутренней) оценкой компании** в текущий момент ее деятельности, поскольку рынку доступна публичная информация о компании. Разрыв восприятия возникает из-за асимметричности информации, доступной менеджерам компании и рынку. Для его устранения компании необходимо улучшить систему взаимодействия с рынком, стать информационно прозрачней. Но и тогда рыночная стоимость не будет в точности отражать мнение, как инвесторов, так и руководства компании.

Ориентируясь на сверхприбыль, многие инвесторы довольствуются лишь анализом тенденций рынка и готовы подвергнуть себя существенным рискам из-за нежелания «погружаться» в фактическое состояние дел в компании. В результате акции какой-либо компании растут не потому, что компания реализует эффективные инвестиционные решения или прилагает усилия по оптимизации операционной деятельности, а лишь в силу роста всего рынка в целом, за счет постоянного «вливания» денег. Специфика функционирования отдельных компаний принимается во внимание лишь профессиональными финансовыми аналитиками, управляющими и немногочисленными инвесторами. Учитывая неустойчивость фондового рынка и «уязвимость» текущей рыночной стоимости компаний, акцент только на рыночные цены допустим лишь в краткосрочном аспекте. Но означает ли это, что в случае колебаний цен в результате кризиса или подъема экономики, компании стали работать хуже или лучше? Вряд ли.

В результате все чаще можно встретить мнение, что в качестве основного критерия результативности управления на неэффективных рынках капитала целесообразнее использовать показатель внутренней (фундаментальной) стоимости компании. Под внутренней стоимостью (intrinsic value) компании понимается дисконтированная оценка результатов ее будущей деятельности, при условии, что стратегия развития и структура компании не претерпят серьезных изменений.

В основе применения **метода дисконтированных денежных потоков** лежит принцип, согласно которому стоимость денег с течением времени изменяется с учетом нормы доходности на денежном рынке и рынке ценных бумаг. Соответственно, дисконтированная (современная) стоимость денег представляет собой сумму будущих денежных потоков, приведенных к настоящему моменту времени с учетом определенной процентной ставки, отражающей риск инвестирования (рис. 3).

К неоспоримым преимуществам данного показателя можно отнести:

- включение в анализ всех аспектов, связанных с функционированием бизнеса,
- анализ текущего положения и изучение будущих перспектив бизнеса,
- отсутствие влияния краткосрочных факторов и акцент на долгосрочных тенденциях конкретной компании, отрасли и экономики в целом. Стоимость компании является стратегическим показателем, основанным на прогнозируемой в долгосрочной перспективе деятельности компании. Показатель стоимости компании позволяет учесть будущую динамику основных факторов бизнеса и найти оптимальное их сочетание для максимизации стоимости бизнеса
- нацеленность на нахождение компромиссов между заинтересованными в компании сторонами и нивелировании агентских конфликтов. Современные компании представляют собой команды, состоящие из специалистов-менеджеров, служащих, работников, собственников, кредиторов. Для процветания компании члены корпоративные команды, будучи связанными формальными и неформальными отношениями, должны быть нацелены на решение единой задачи. Менеджеры должны быть заинтересованы в

достижении поставленной цели через соответствующий механизм вознаграждения, например опционы на покупку акций компании.

- возможность анализировать вклад деятельности отдельной бизнес-единицы в совокупную создаваемую стоимость

Вместе с тем показателю внутренней стоимости компании присущи отдельные недостатки, ограничивающие его применение для целей управления бизнесом:

- сложность применения показателя стоимость в оперативном управлении из-за сложности расчета. Определение внутренней стоимости представляет собой трудоёмкую и аналитически сложную процедуру. Для определения достоверной величины внутренней стоимости компании, необходимо провести анализ текущего состояния, выявить макроэкономические, региональные, отраслевые и специфические факторы, оказывающие существенное воздействие на деятельность компании, составить прогноз функционирования на долгосрочный период с учётом воздействия всех выявленных факторов. Качественный анализ можно осуществить только на основе сбора большого объёма информации как внутри компании, так и за её пределами.

- не применим для оценки экономического эффекта от принятия отдельного управленческого решения

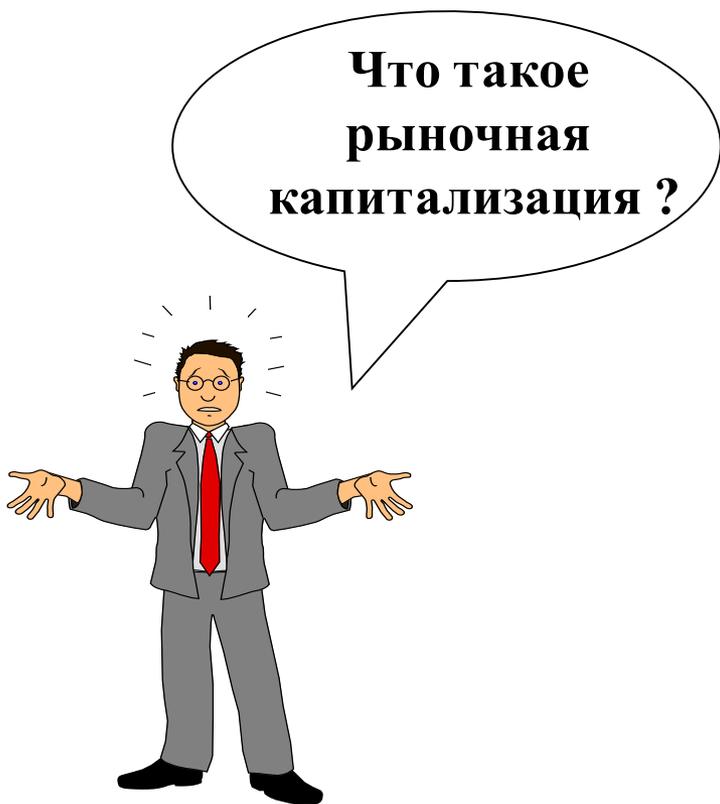
- акцент на финансовые факторы стоимости, такие как рентабельность инвестированного капитала, размер свободного денежного потока и т.д. Однако, если целью компании является долгосрочная максимизация стоимости, то использование лишь этих показателей для управления стоимостью не будет достаточным. Так, на протяжении 1970-ых гг. крупные корпорации Pan Am, IBM и Xerox являлись рыночными лидерами в своих отраслях и финансовые показатели подтверждали этот факт. Однако уже через несколько лет все три компании утратили свои лидирующие позиции. Нефинансовые показатели, такие как качество, удовлетворённость клиентов и инновации, помогли конкурентам завоевывать рынок.

В современном финансовом анализе для оценки состояния бизнеса как системы применяется множество комплексных относительных и аддитивных показателей: рентабельность продаж и активов, прибыльность, стоимость и т.д. Каждый из них может быть положен в основу критерия. Выбор его полностью зависит от решаемой задачи. Утверждение о том, что один критерий лучше другого, не вполне корректно, поскольку решение одних задач требует применения одного критерия, например, объема продаж, других – другого, например, увеличение рыночной капитализации. Однако на сегодняшний день в рамках сложившихся целей существования современного общества и действующих законодательных, экономических и иных ограничений, налагаемых на деятельность бизнеса, показатель стоимости, рассматриваемый в качестве критерия эффективности, является наиболее предпочтительным в сравнении с доходом, прибылью, рентабельностью и их динамикой.

Многогранность понятия стоимость



Рис. 2. Понятие рыночной капитализации



**Рыночная капитализация =
Рыночная стоимость одной
акции * количество
выпущенных акций**

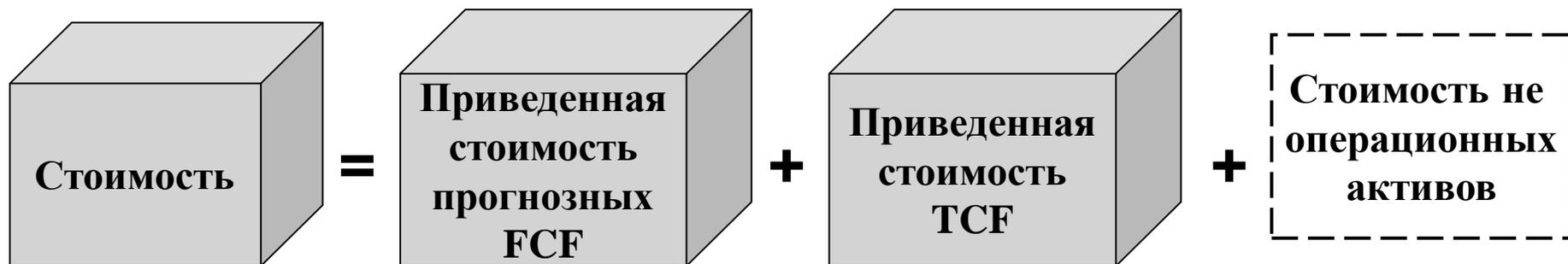
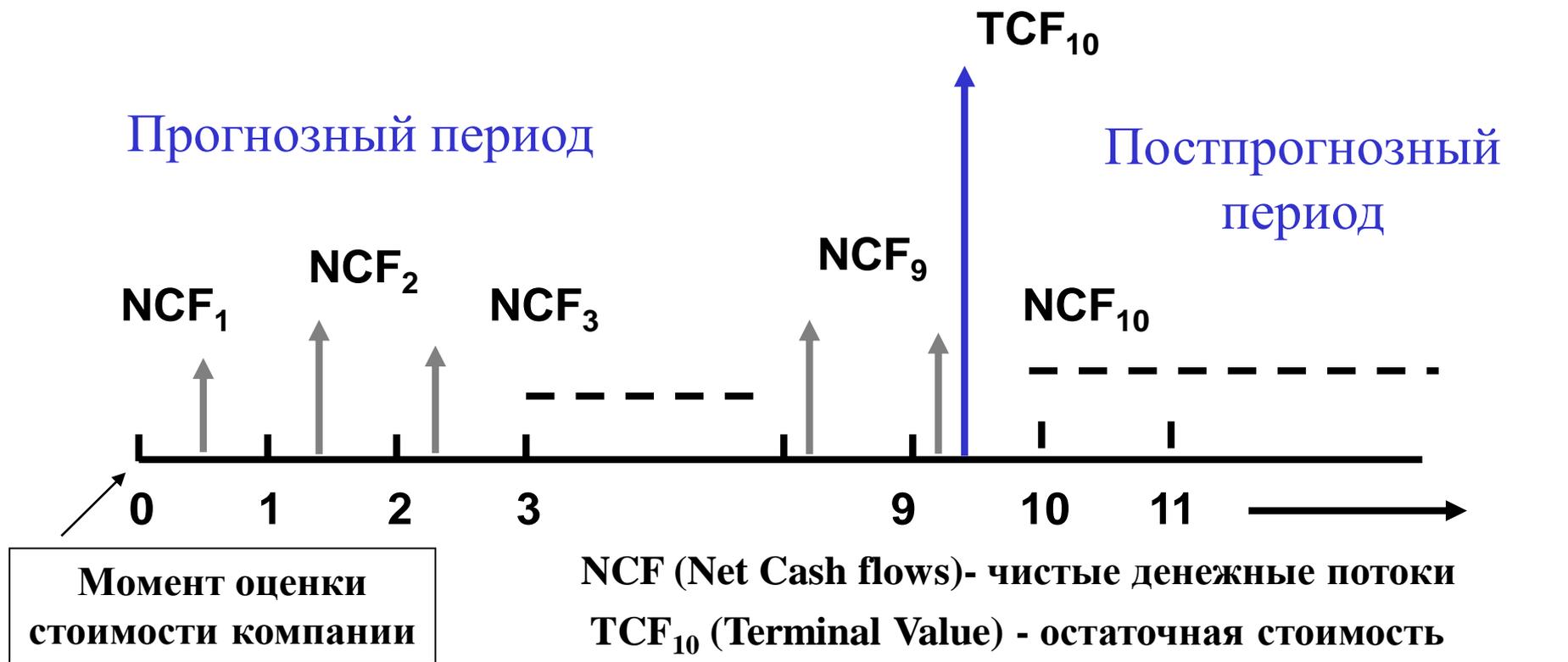
Отражает внутренние факторы

- Устойчивость позиции
- Перспективу компании
- Оценку стратегии
- Оценку качества управления
- Текущую деятельность
- Информацию о компании

Отражает внешние факторы

- Динамику спроса и предложения рынка капитала
- Политическую компоненту
- Макроэкономическую конъюнктуру
- Психологические настроения инвесторов

Рис. 3. Дисконтированный будущий денежный поток



Как и почему стоимость акционерного капитала используется для принятия инвестиционных решений

заинтересованные группы лиц (stakeholders)

задачи корпоративных финансов

средневзвешенная стоимость капитала (WACC)

метрики эффективности деятельности корпораций

использование стоимости для принятия инвестиционных решений

Деятельность любой компании многогранна и сложна, а точки зрения на то, что важно для понимания успешно, или нет, она работает – разнообразны. Поэтому те, кто заинтересован в успехе компании, как операционного бизнеса или объекта инвестиций, так называемые, stakeholders, используют различные метрики для определения эффективности деятельности фирмы (рис.1). К stakeholders относятся работники компании, ее поставщики, менеджмент, акционеры, кредиторы, и государство, которое рассчитывает на получение своей доли дохода от деятельности компании в виде налога.

Очевидно, что точки зрения различных групп могут заметно различаться. Хотя бы потому, что способ извлечения выгоды, возможности влияния на результаты деятельности компаний и риски участия для всех вышеперечисленных групп очень разные. Следовательно, разными будут и характеристики компании, на которые представители каждой из групп будут обращать внимание в первую очередь.

Работники компании, ее поставщики, и ее кредиторы, включая государство, в первую очередь обеспокоены тем, чтобы компания продолжила свое существование и при этом выполняла все свои обязательства – платила заработную плату, налоги и финансовые обязательства.

Акционеры компании, и, как следствие, ее менеджеры, нанятые акционерами на работу, рассчитывают на то, что компания будет хорошим инвестиционным активом, т.е. ее стоимость со временем будет расти, на нее будет существовать ликвидный спрос, и при этом риски инвестирования, по возможности, будут минимальными среди аналогичных инвестиций.

Работа финансовых менеджеров состоит в анализе:

- результатов предыдущих стратегических решений и
- ожидаемых результатов новых стратегических инициатив.

Если несколько перефразировать задачу финансовых менеджеров, то они ответственны за выбор того, какую деятельность компания будет вести, а какую нет

То, насколько выбранная стратегия компании повышает стоимость капитала акционеров, отражается в финансовой отчетности и доходности акционерного капитала, но главным образом в цене акций компании на рынке.

Основная задача любой фирмы - максимизировать свою стоимость, вытекает из предположения о том, как формулирует свою инвестиционную стратегию гипотетический акционер, который, как полагают, заинтересован в следующем¹:

1. Максимизировать свое благосостояние (worth);
2. Выбрать инвестиционный актив с характеристиками, соответствующими требуемым параметрам потребления;
3. Выбрать размер риска для данного типа потребления

Поскольку акционеры имеют различные предпочтения и склонности к риску, менеджеры отдельной компании едва ли смогут учесть пожелания всех из них.

¹ Brealey, Myers, Allen, Corporate Finance, 8th edition, McGraw-Hill, 2006 page

Идеальный способ, с помощью которого акционеры могут максимизировать стоимость своих инвестиций, - купить долю участия в каждом из возможных активов - диверсификация.

Задача менеджеров в увеличении стоимости компании, которой они управляют – управление активами, а также, в меньшей степени, в организации финансирования деятельности компании оптимальным способом – т.е. таким образом, чтобы при максимизации стоимости компании в целом доходность на капитал акционеров была максимальной – управление обязательствами.

В связи с тем, что часть stakeholders, кредиторы и государство, претендуют на фиксированную доходность на предоставленные финансовые ресурсы, а выплаты кредиторам уменьшают налогооблагаемую прибыль, доходность на акционерный капитал зависит от структуры капитала или структуры финансирования деятельности компании.

Решая задачу выбора оптимальной структуры финансирования, менеджеры задаются вопросом - какой должна быть пропорция долга и акционерного капитала? Более того, развитые рынки капитала предлагают разные формы долга и акционерного капитала - краткосрочный или долгосрочный долг, облигации, варранты или конвертируемые долговые инструменты. Очевидно, что каждый из видов финансирования представляется на своих условиях и имеет свою стоимость, при этом для определения общей стоимости капитала используют *WACC – средневзвешенную стоимость капитала*.

Когда перед менеджментом компании поставлена задача максимизации стоимости компании, очень важно, чтобы они знали - какие факторы оказывают наибольшее влияние на стоимость компании и как операционные показатели точнее показывают насколько успешно идет процесс создания стоимости.

Например, менеджеры должны представлять - что в большей степени увеличивает стоимость – рост размера выручки, рост маржи доходности, или снижение рисков. Зная, от чего зависит стоимость компании, менеджеры смогут точнее сформулировать свою стратегию и правильно распределить ресурсы, необходимые для ее реализации.

Принятие управленческих решений, измеряемых через их влияние на стоимость, (value-based decision making) связывает финансовую деятельность и стратегией.

Вот уже почти 100 лет одной из наиболее популярных метрик для измерения эффективности деятельности компаний остается метод финансового анализа Дюпона. Эта система, или как ее еще называют модель Дюпона, была разработана Доналдсоном Брауном (F.Donaldson Brown) сотрудником казначейства E.I. du Pont de Nemours and Co., химического гиганта из США, еще в 1919 году. С тех пор формула Дюпона активно используется менеджерами компаний всего мира, помогая анализировать компоненты, определяющие доходность активов (ROA) или капитала компании (ROE) (рис. 2).

$$ROE = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} \times \frac{\text{Активы}}{\text{Акционерный капитал}}$$

По мнению Стивена Яблонски (Stephen Jablonsky) профессора университета Пенн Стейт в США «модель Дюпона – это способ представить информацию о деятельности компании, в наглядном и понятном всем формате»². Критики модели утверждают, что любые *метрики эффективности деятельности*, основанные на операционных соотношениях небезупречны, поскольку не позволяют предсказывать развитие компании в будущем, неэффективны в определении источников затрат, могут приводить к конфликтам между менеджерами и акционерами, а также не позволяют учесть влияние постоянно растущей доли нематериальных активов. Тем не менее, большинство специалистов признает интуитивную

² Stephen Jablonsky, The Manager's Guide to Financial Statement Analysis, John Wiley & Sons 1998

простоту и гибкость модели. Эрик Ольсен (Eric Olsen), вице-президент компании Boston Consulting Group Inc., которая разработала собственные широко известные системы метрик, включая денежную доходность на инвестиции или CFROI³, считает, что модель Дюпона можно адаптировать для того, чтобы учесть различные параметры, используемые в моделях оценки эффективности деятельности компаний на основе стоимости (value-based measures). Разработанная консультантами американской компании Stern Stewart & Co., в 1983, концепция Economic Value Added (EVA – экономическая добавленная стоимость), по мнению ее многочисленных последователей, позволяет определить *реальную*⁴ эффективность финансовой деятельности (financial performance) на основании показателя рассчитываемого как операционная прибыль после налогов за вычетом стоимости инвестированного капитала (opportunity cost of the capital invested).

$$EVA = \text{Net Operating Profit After Tax (NOPAT)} - \text{Capital} \times \text{Cost of Capital}$$

EVA измеряет на сколько прибыль компании превышает (или ниже) уровень минимальной доходности, установленной акционерами и кредиторами для компаний с сопоставимым риском. Поскольку EVA рассчитывается с использованием показателей операционной доходности – это показатель может измеряться не только предприятия в целом, но и для его подразделений – в терминологии последователей EVA стратегических бизнес единиц (strategic business units).

В 1990 г. Роберт Каплан и Дэвид Нортон предложили систему измерения эффективности деятельности включающую нефинансовые показатели - Balanced Score Cards. В результате исследовательского проекта длившегося целый год Каплан и Нортон пришли к выводу, что, в дополнение к финансовым показателям, которые хорошо отражают результаты прошлых стратегических решений, компаниям следует использовать нефинансовые показатели в трех дополнительных разрезах (perspectives): (1) с точки зрения потребителя, (2) внутренних процессов и накопления знаний (learning), а также (3) роста, наиболее важных параметров и лучших индикаторов будущих финансовых результатов.

Рассматривая те или иные модели измерения эффективности деятельности компаний, основанные на измерении влияния деятельности менеджеров на стоимость компаний, следует обратить внимание на тот факт, что финансовые показатели, используемые в расчете соотношений или моделей, рассчитываются на основании финансовой отчетности компаний. Следовательно, от выбора стандарта финансовой отчетности зависит очень многое.

Второй вопрос, неизбежно возникающий в ходе анализа моделей – какая именно стоимость должна быть максимизирована? И связанный с этим вопрос: как проверить выводы модели о том, что эффективное управление параметрами моделей на самом деле привело к увеличению стоимости компании?

Казалось бы, для компании, акции которой обращаются на бирже, стоимость акции, считается самым надежным индикатором. Однако стоимость акций подвержена колебаниям и не всегда эти колебания отражают изменения в фундаментальных характеристиках актива (компания). Стоимость акций подвержена влиянию настроения рынков и может меняться быстро и иррационально, как отметил в 1996 году в своей речи перед членами Американского Института Предпринимателей Алан Гринспен (Alan Greenspan), в то время

³ CFROI – Cash Flow Return On Investment

⁴ Практически все методы измерения эффективности деятельности компаний, популярность которых меняется в зависимости от текущей моды на управленческие концепции, претендуют на то, что являются лучшими или измеряющими *реальную* эффективность.

председатель федеральной резервной системы США. Задавая аудитории риторический вопрос, о том каким образом финансисты и представители центральных банков могут быть уверены, что цены на финансовых рынках не искажены и, что за периодом необъяснимого роста не последует период неожиданной и длительной коррекции, он употребил фразу - «иррациональный ажиотажный рост» рынков («irrational exuberance»), ставшую впоследствии устойчивым оборотом в финансовом лексиконе.

Любопытно, что глобальные финансовые рынки немедленно отреагировали на высказывание Алана Гринспена резким падением индексов, на 3% в Токио и Гонк Конге и 4% во Франкфурте и Лондоне⁵.

Если рынки подвержены колебаниям и далеко не все компании являются публичными, значит ли это, что более точным мерилom стоимости, как параметра, в моделях эффективного управления компанией, должна быть некоторая фундаментальная стоимость? Расчетная величина, как, например, в моделях EVA? Если это так, то как правильно рассчитать такую стоимость и как проверить правильность расчета?

С одной стороны рыночная стоимость для публичных компаний, является наиболее достоверной и объективной характеристикой. Однако с другой стороны стоит обратить внимание на то, что принятые в большинстве стран мира Международные Стандарты Финансовой Отчетности (МСФО), признавая возрастающую важность использования рыночных данных для подготовки финансовой отчетности, используют справедливую стоимость (fair value).

Там, где рыночная стоимость актива или бизнеса известна, она и является его справедливой стоимостью. Проблема возникает там, где достоверной рыночной стоимости нет. В таком случае рекомендуется использовать различные способы расчета справедливой стоимости, на основании экономических моделей и максимально используя доступные рыночные данные, прямые или косвенные. К сожалению МСФО до сих пор не содержат единого стандарта, предписывающего процедуры расчета справедливой стоимости.

То насколько опасно, когда компании управляются менеджерами на основании расчетных моделей, построенных с использованием непрозрачной финансовой отчетности, а рынки с воодушевлением поддерживают эти компании, покупая акции по необоснованным ценам, наглядно показали печально известные истории с компаниями Enron, WorldCom и Global Crossing. На графике 1 показано как менялась рыночная стоимость компании Global Crossing с 1998 по 2001 гг.

⁵ Не известно, стала ли бурная реакция рынков на высказывание Алана Гринспена причиной, по которой он больше не упоминал эту фразу в своих публичных выступлениях, однако кризисы на фондовых рынках конца 1990х и начала 2000х, лишний раз подтвердили насколько волатильны глобальные рынки. Крах крупнейшего фонда LTCM доказал, что даже инвестиционные компании, управляемые лауреатами Нобелевской премии по экономике, не застрахованы от рыночных рисков.

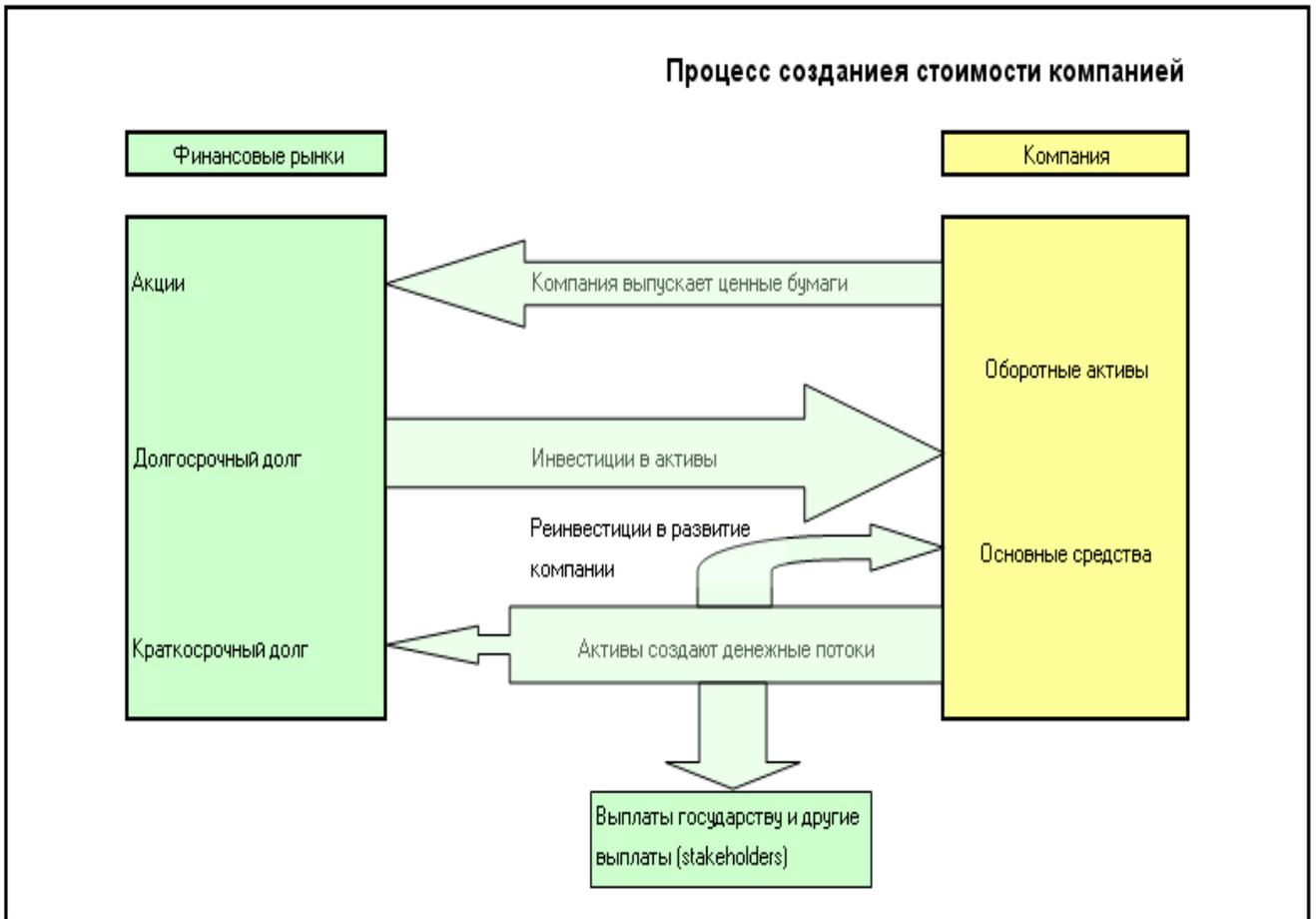
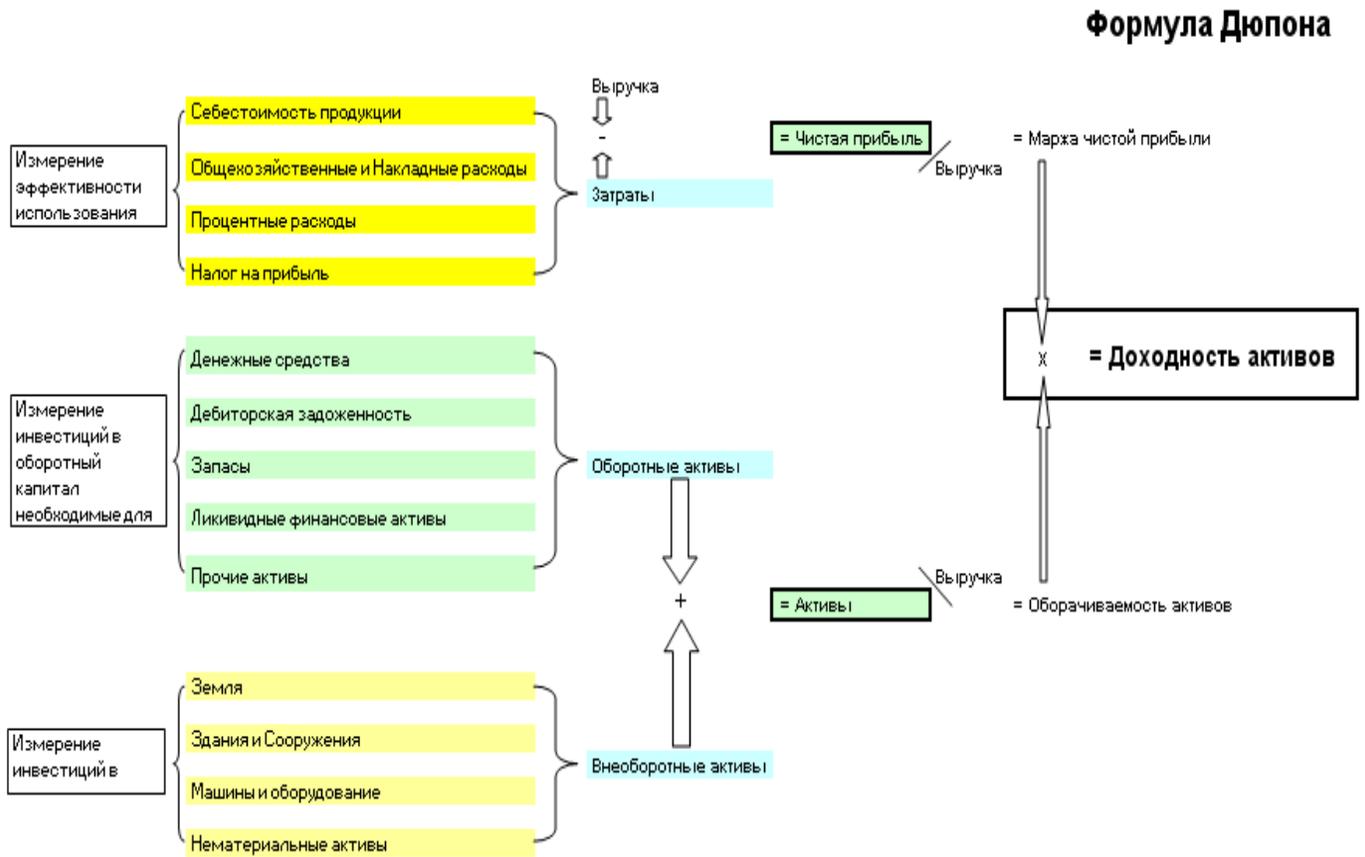
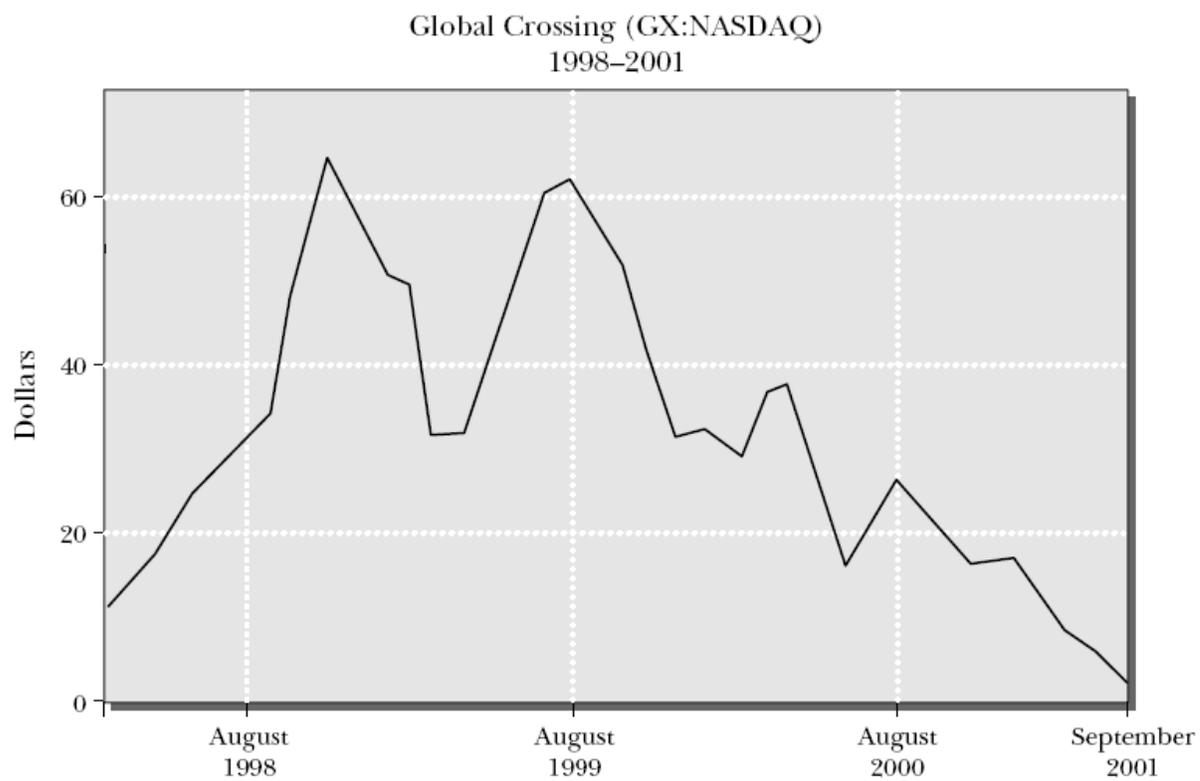


Рисунок 1

Рисунок 2





Источник: W. Bonner, A. Wiggin
Financial Reckoning Day, Wiley 2004

Как создается и почему разрушается стоимость

факторы, определяющие стоимость

M&A

IPO

структурное финансирование

создание стоимости путем ее сохранения

В предыдущих разделах мы коснулись факторов, которые определяют стоимость компании. Если суммировать изложенное выше - стоимость компании растет, если менеджеры принимают операционные, инвестиционные и финансовые решения, в результате которых стоимость портфеля активов компании или ее ожидаемые денежные потоки растут, а стоимость капитала привлекаемого для финансирования этой деятельности минимальна для компаний данного типа.

Компании могут расти за счет роста размеров и доходности собственных активов (органический рост) и за счет приобретения новых активов (неорганический рост). При этом органический рост имеет предел, а успешность приобретения новых активов, зависит от наличия синергии в сделках. Стоит обратить внимание на то, что некоторые компании ошибочно провозглашают рост посредством приобретений – своей стратегией, в то время как M&A - всего лишь одно из возможных средств реализации той или иной стратегии.

Скорость роста компании за счет реинвестирования собственных средств, так называемый предел устойчивого роста, ограничивается доходностью акционерного капитала ($ROE = \text{return on equity}$) и долей чистой прибыли реинвестируемой в развитие компании:

$$\text{Темп устойчивого роста} = ROE \times (1 - \text{коэффициент реинвестирования прибыли})^1$$

Т.е. компания (акционерный капитал) не может прирастать за счет реинвестирования собственных средств быстрее, чем позволяет доходность ее капитала - ROE.

Если акционеры хотят, чтобы компания росла быстрее, чем темп ее максимального возможного органического роста или возможности для органического роста в отрасли исчерпаны, компании могут привлекать дополнительный капитал, как в виде выпуска новых акций, так и виде заемных средств, и расти за счет сделок слияния и поглощения (M&A) (рис. 1).

Использование M&A для увеличения капитализации компании достаточно популярное средство в арсенале современных менеджеров², однако далеко не все сделки слияния и поглощения становятся успешными. Согласно статистике большинство сделок M&A не создают, а разрушают стоимость. Анализ сделок M&A в время бума слияний и поглощений в конце 1990х показывал, что $\frac{3}{4}$ стоимости, созданной в результате сделки, получали акционеры приобретаемой компании. С учетом незначительного размера общей дополнительной стоимости, созданной большинством сделок, это фактически означало, что в результате сделок вырастала стоимость поглощаемой компании (примерно на 25%), а не стоимость компании покупателя. Иными словами покупатели часто переплачивали, часто вследствие непомерных амбиций и необоснованных ожиданий менеджеров компаний покупателей.

¹ Доля прибыли, выплачиваемая в виде дивидендов.

² Согласно данным McKinsey and Co. в 2005 году 33 из 75 крупнейших американских компаний (по капитализации и выручке) создали около 30% своей рыночной стоимости за счет сделок M&A

Результаты анализа сделок M&A в 2006 году указывают на то, что покупатели становятся более осмотрительными и дисциплинированными. В частности это проявляется в том, что размер средней премии к цене акций уменьшился по сравнению с 1990-ми с 30% до 20%. Тем не менее, почти в 50% сделок, совершенных с уплатой в денежной форме, и в почти 70% сделок, где покупатель платил за приобретаемую компанию своими акциями, покупатели переплачивали.

Интересно отметить, что в результате крупнейшей сделки в металлургическом секторе в 2006 году - покупки компанией Mittal компании Arcelor акционеры компании Arcelor фактически удвоили стоимость принадлежавших им акций. Заплаченная в сделке премия к начальной стоимости акций, составила \$9 миллиардов и стала одной из крупнейших премий, когда либо уплаченных а сделках M&A.

Отвечая на вопрос не вопрос специалистов школы бизнеса Wharton, не была ли заплачена за Arcelor слишком высокая цена глава Mittal Адитья Миттал обратил внимание на то, что, если оценивать сделку на основании мультипликатора P/E, то до предложения о покупке P/E Arcelor составляла примерно 8.5, а сделка была закрыта с показателем P/E - 8.6.

Возникает вопрос, как при почти неизменном P/E, акционеры Arcelor смогли удвоить стоимость своих акций? По мнению г-на А. Миттала причина в том, что за время, пока обсуждалась сделка, улучшилось положение металлургической отрасли в целом и изменились, в сторону повышения, прогнозы денежных потоков Arcelor на ближайшие три года.

Что делать если темпы органического роста в отрасли достигли пределов, либо потому, что отсутствуют новые проекты, либо потому, что ресурсы компании, полностью заняты текущими проектами³, и при этом на рынке нет очевидных объектов для поглощения, в результате которого стоимость акционерного капитала выросла бы? Стоит ли компаниям предпринимать попытки диверсификации в другие отрасли, создавая конгломераты?

Современная финансовая теория и практика говорят, что это далеко не самый лучший способ действия, поскольку инвесторы предпочитают решать проблему диверсификации своего портфеля сами, и не склонны платить премию менеджерам, чтобы те делали это за них.

Компании, акции которых не обращаются на бирже, так называемые private companies, могут создавать стоимость для своих акционеров за счет повышения ликвидности акций, размещая их на фондовых рынках в процессе IPO. Существуют исследования, которые показывают, что соотношения P/E, компаний, акции которых обращаются на бирже, т.е. публичные компании, примерно на 15%-30% выше аналогичных соотношений для непубличных компаний.

К подобным исследованиям стоит относиться осторожно по ряду причин.

Во-первых, показатель P/E меняется во времени, хорошо известны эффекты роста стоимости акций непосредственно после размещения, и последующего падения с течением времени – особенно после того, как акции компании получают право продавать инсайдеры, компании организующие размещение (underwriters) и менеджеры. Например, стоимость акций большого числа IT компаний падает к концу первого года после IPO, а по истечению 3-х лет доходность вложения в IT компании предложившие свои акции в ходе IPO может стать отрицательной.

³ Темпы роста инвестиционной деятельности компаний все чаще ограничиваются человеческим ресурсом, которым располагают компании. В экономических балансах компаний растет доля нематериальных активов, однако число опытных специалистов, даже в очень крупных компаниях, конечно. Следствием отсутствия возможности быстро и эффективно наращивать человеческий ресурс, становится резкий рост уровня зарплат в отраслях, переживающих бум, а также самоограничения, в результате которых компании инвестируют только в наиболее доходные проекты. При этом нереализованными остаются проекты, ожидаемая доходность которых может значительно превышать стоимость капитала компании, т.е. реализация которых могла бы создавать дополнительную стоимость.

Во-вторых, отсутствуют надежные статистические данные относительно того, насколько велика разница в показателях P/E для контрольных пакетов. Это тем более важно поскольку во многих сделках M&A уплачиваются премии по сравнению с рыночной стоимостью акций.

IPO – это скорее этап развития компании, состоящий в изменении ее организационной формы, способ привлечения капитала для ее развития, способ обретения ликвидности акционерами, а не механизм повышения стоимости компании. С учетом того, что во время IPO инвесторам, чаще всего, предлагается купить не более 10%-30% акционерного капитала, а также роли, которую призваны играть IPO, не удивительно, что в 2006 году объем сделок IPO в мире составил только примерно 10% объема глобальных сделок M&A, \$300 миллиардов, против \$3.7 триллионов.

Один из способов представить задачу финансовых менеджеров компании – сравнить ее с работой розничной торговой компании, которая получает прибыль, покупая большие объемы некоторого товара (активы компании), и затем упаковывает его в соответствии с пожеланиями розничных покупателей (обязательства перед акционерами и кредиторами).

Дополнительная стоимость возникает вследствие того, что вместо некоторого среднего акционера или кредитора, менеджеры компании тщательно подбирают акционеров и кредиторов, объектом инвестирования которых являются активы со специфическими инвестиционными характеристиками, и предлагают им структурированные соответствующим образом обязательства компании. В результате этого процесса, менеджеры добиваются уменьшения стоимости капитала или повышения ликвидности своих активов.

Очевидно, для того, чтобы специфические покупатели активов (инвесторы) и продавцы обязательств (финансовые менеджеры) встретились, должны существовать развитые рынки соответствующих инвестиционных товаров, а сами товары должны быть унифицированы. Структурное финансирование получило свое развитие вместе с ростом рынков производных инструментов и ростом популярности сделок с финансовым рычагом (leveraged buyout). Опционы, конвертируемые долговые инструменты, варранты, секьюритизация активов – вот лишь некоторые из финансовых инструментов, для которых сегодня существуют достаточно емкие и ликвидные рынки.

Не прекращающиеся попытки менеджеров найти новые пути увеличения стоимости компаний, среди прочего, объясняются тем, что компания, стоимость которой падает, становится кандидатом для недружественного поглощения, в результате которого крайне вероятна смена управляющей команды. Что происходит с компанией, стоимость которой разрушается, проиллюстрировано на следующем рисунке.

В случае, когда дальнейший органический рост ликвидных публичных компаний невозможен, нет объектов для эффективных поглощений, а структура капитала оптимальна, разумной инвестиционной стратегией для менеджеров является не создание новой стоимости, а ее сохранение - возврат излишков денежных средств акционерам в виде либо дополнительных дивидендов, либо в виде выкупа собственных акций компаний, обращающихся на рынке (share buy-back) (Рис. 3)

Рисунок 1.



Рисунок 2.



Рис. 3. Примеры недавних значительных выкупов акций крупнейшими глобальными компаниями добывающих отраслей

Выкуп акций крупнейшими добывающими компаниями в 2006 г.

- В 2006 **ExxonMobil** выкупил собственные акции на сумму \$25 миллиардов, потратив на это средств больше, чем бюджет капитальных затрат на этот год. Следует отметить, что это не вызвало проблем ликвидности в компании, которая закончила год с показателями баланса, содержащими в строке наличные - \$33 миллиарда и долг - \$8 миллиардов.
- **ВНР** объявила о выкупе акций на \$10 миллиардов. Теоретически ВНР могла бы инвестировать дополнительный капитал в свои наиболее рентабельные добывающие проекты, но у компании уже в работе инвестиционные проекты на сумму более \$17 миллиардов. Персонал добывающих предприятий от менеджеров проектов до рабочих полностью загружен. Компания просто не может переварить новые инвестиции.
- **ConocoPhillips**, третья по размеру нефтяная компания в США заявила, что планирует выкуп собственных акций на сумму \$1 миллиард.
- **Rio Tinto** планирует объявить о выкупе акций по результатам финансового года на сумму \$2.5 миллиарда.
- **Лукойл** принял программу выкупа собственных акций на период 2006-2008 гг. в размере \$3 миллиардов. Выкупленные акции могут быть использованы для финансирования только отдельных высокорентабельных приобретений. Компания не собирается использовать деньги, от их возможной продажи для финансирования текущих проектов.

Управление стоимостью: характеристика, преимущества, ограничения модели

управление стоимостью компании (VBM, value based management)

Инвестирование средств в компанию окажется максимально выгодным лишь в случае объективной оценки менеджерами стоимости вверенного им бизнеса и акцентировании предпринимаемых усилий на создании, поддержании и увеличении рыночной стоимости компании и ее акций.

Управление стоимостью компании (VBM, value based management) – это целостная система планирования и оценки результатов (рис. 1), пронизывающая все уровни компании.

На уровне идеологии и стратегии («макроуровень») происходит внедрение стоимостного мышления в корпоративную культуру компании. Стоимостное мышление означает, что любые действия, предпринимаемые менеджментом, должны быть направлены на рост рыночной стоимости (для открытых компаний) или внутренней стоимости (для закрытых компаний). Оно помогает компании адекватно реагировать на новые реальности внешней и внутренней среды функционирования.

На уровне управленческих процессов («микроуровень») менеджеры нацеливаются на разработку и реализацию управленческих решений (операционных, финансовых, инвестиционных), способствующих не только увеличению текущих денежных потоков компании, но и получению значимых денежных потоков в перспективе, способных резко повысить текущую или будущую рыночную стоимость компании. На стоимость компании могут повлиять конкретные инвестиционные проекты компании, связанные, как правило, с созданием и освоением продуктовых и процессных инноваций. Именно они способны принести компании дополнительные прибыли и денежные потоки в результате выведения на рынок новых товаров и услуг, повышения качества ранее выпускавшейся продукции, снижения себестоимости и операционных издержек компании. Другим типом проектов способных повлиять на уровень текущих и особенно ожидаемых издержек и прибылей компании выступают проекты по реорганизации компании с целью, либо увеличения степени ее вертикальной или горизонтальной интегрированности в отношении выпускаемой профильной продукции, либо повышения инвестиционной привлекательности, кредитоспособности, надежности бизнеса в качестве делового партнера.

В настоящее время можно говорить о развитии ряда школ, представленных разными консалтинговыми компаниями, пропагандирующими свои системы управления стоимостью: “Stern Stewart & Co”, “Maracon Associates”, “MCKinsey & Co”, “PriceWaterhouse Coopers”, “L.E.K. Consulting”, “HOLT Value Associates” и др. Концепция управления стоимостью становится ключевой парадигмой развития бизнеса. Она позволяет отказаться от неэффективных бухгалтерских критериев оценки функционирования компании и принять в качестве основы критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов, - стоимость.

Но мало просто задекларировать задачу максимизации стоимости как основную миссию компании и выявить ключевой финансовый показатель, по которому будет определяться, создает ли компания дополнительную стоимость или нет. Необходимо перестроить всю действующую систему управления так, чтобы любое действие совершалось и любое решение принималось, исходя из принципа максимизации стоимости.

Управление в данном случае носит стратегический характер и включает несколько этапов(рис 2):

На первом этапе компания формирует общую стратегию, на основе перехода от традиционной системы управления к управлению, ориентированному на увеличение рыночной стоимости компании.

Второй этап стратегического управления компанией заключается в анализе финансово-экономического положения компании. При этом используются все традиционные методы финансового анализа, которые позволяют получить информацию об эффективности действий менеджмента компании в отчетном периоде и всех предыдущих периодах. Это процедура применяется как в рамках традиционной системы управления, так и в управлении, ориентированном на стоимость.

Третий этап заключается в анализе рыночных показателей, как самой компании, так и других компаний (компаний той же отрасли и в целом компаний, акции которых котируются на бирже). Данный анализ дает представление о том, как деятельность и возможности компании оцениваются рынком на данный момент.

На четвертом и пятом этапах происходит анализ внешней среды деятельности компании и поиск стратегических преимуществ. Для этого используют инструменты управленческого анализа с учетом влияний внешней среды. Наиболее распространенной из таких методик является SWOT анализ. На данном этапе менеджмент компании может определить в какой степени возможна реализация стратегических финансовых планов, и за счет какой сферы нефинансовой деятельности эти планы могут быть реализованы.

На шестом этапе происходит выбор финансовой модели управления стоимостью компании, целевой показатель которой будет отражать финансовую эффективность системы управления стоимостью. Существует ряд системных финансовых метрик, таких как EVA, CVA и т.д. Именно за счет этих показателей осуществляется взаимосвязь между степенью эффективности действий менеджмента компании и рыночной стоимостью акций компании.

На следующем этапе происходит более глубокий анализ внутрифирменной деятельности и выявляются те факторы, которые влияют на целевой стоимостной показатель, и на которые, в свою очередь, может влиять менеджмент компании в будущем. Эти факторы могут различаться в зависимости от выбранной финансовой модели управления и от специфики деятельности компании. При этом анализируются:

- финансовые показатели (ROI, NOPAT, EBIT, EBITDA, OCF, FCF и т.д.), которыми руководствуются менеджеры высшего звена. Они должны правильно отражать процесс создания новой стоимости, и позволять компаниям напрямую следить за созданием новой стоимости. Это означает, что компании должны ставить перед собой цели, выраженные в показателях дисконтированного денежного потока, которые являются самыми непосредственными критериями роста стоимости и переводить целевые нормативы стоимости дисконтированного денежного потока в краткосрочные, более явные целевые показатели финансовой деятельности, такие как экономическая прибыль;
- нефинансовые показатели (сроки поставки продукции, качество обслуживания клиентов и т.д.), служащие побудительными мотивами деятельности всех остальных сотрудников организации.

Результаты анализа сводятся в схему, в которой используется тот же принцип построения, как и в модели Дюпона.

На восьмом этапе происходит анализ:

- чувствительности результирующего показателя к изменениям величин факторов стоимости;
- чувствительности финансовых факторов стоимости к изменению нефинансовых факторов.

Анализ чувствительности позволяет определить эффективность управления факторами в прошлом и методы управления стоимостью в рамках новой стратегии и выявить:

- какие сферы деятельности компании влияют на рост стоимости и в какой степени;
- от каких факторов в наибольшей степени будет зависеть стоимость компании;

- каким факторам создания стоимости следует уделить особое внимание в процессе управления деятельностью компании.

На девятом этапе происходит переход от процесса анализ к процессу планирования. Планируется целевая величина финансового стоимостного показателя, которая должна быть достигнута за период реализации стратегии компании. В соответствии с этой величиной и с учетом чувствительности результирующего показателя планируются показатели факторов стоимости, опять же, как финансовые, так и нефинансовые.

Одним из наиболее важных этапов стоимостного управления является создание системы мотивации менеджмента компании в соответствии с избранной стратегией (этап 10). Если управленцы не будут понимать стратегию компании и их вознаграждение не будет связано с вкладом в достижение этой стратегии, то все усилия по анализу и планированию будут обречены на провал. Таким образом, система мотивации в рамках стратегии стоимостного управления включает в себя два аспекта:

- четкая формулировка стратегии и интерпретация ее для всех уровней управления;
- система вознаграждения должна быть четко привязана не к текущим показателям, а к тому вкладу, который вносит работник организации в изменение стратегических показателей.

После того, как стратегия управления стоимостью внедрена в управление компанией, постоянно необходимо отслеживать, в какой степени достигнуты поставленные цели. Это возможно за счет сопоставления прогнозных величин факторов стоимости и реально полученных за период (этап 11).

Следующий этап оценки достижений заключается в оценке изменения целевого стоимостного показателя и сравнение его динамики с рыночным показателем стоимости компании. В том случае, если компания не достигла планируемой величины показателя ее стоимость на рынке, в соответствии с положениями концепции VBM должна снизиться, и соответственно наоборот. Именно на основании полученных результатов оценки внутренней эффективности и оценки эффективности рынком можно судить о том, насколько компания преуспела в создании дополнительной стоимости (дохода) дохода для своих владельцев (акционеров, инвесторов). В случае неудовлетворительных результатов оценки необходимо пересмотреть стратегию развития компании, возможно отказавшись от какой-то части бизнеса, выбрав другую маркетинговую стратегию и т.д.

В том случае, если стратегия компании пересмотрена, необходимо начать реализацию альтернативной стратегии, а в случае эффективности текущей стратегии продолжить ее реализацию (этап 13).

Модель управления стоимостью имеет ряд достоинств:

- Баланс стратегических и операционных целей компании. Модель позволяет поставить операционную деятельность в зависимость от стратегических целей компании и управлять стратегическим развитием на операционном уровне.
- Учет рисков. Математическая формализация модели управления стоимостью, учитывает риски компании, отраженные в показателе средневзвешенной стоимости капитала компании. В случае, если доходы компании увеличиваются не за счет повышения эффективности операционной и инвестиционной деятельности, а за счет ухудшения структуры капитала и увеличения финансового риска, стоимость компании расти не будет. Увеличение величины денежных потоков, генерируемых компанией, будет компенсировано уменьшением фактора дисконтирования, что делает бессмысленным формальное увеличение доходов акционеров компании, не основанное на реальном повышении эффективности деятельности.
- Управление стоимостью увеличивает прозрачность деятельности компании. Когда компания ставит своей целью максимизацию стоимости для собственников бизнеса, ее менеджмент заинтересован в том, чтобы акционеры и потенциальные инвесторы получали максимум информации о действиях управляющих. Отчетность компании, ориентированной на создание стоимости содержит не только стандартный перечень

финансовых документов, но и по возможности наиболее полную информацию обо всех значимых для компании событиях, как внутри нее, так и за ее пределами, а также оценку влияния данных событий на будущее развитие компании. Менеджмент компании четко описывает стратегию инвесторам и пути ее реализации.

- Внедрение «стоимостной» системы мотивации позволяет разрешить проблему "агент-принципал". Построение системы мотивации, которая связывает стоимостные показатели и личные доходы менеджеров, позволяет сблизить интересы акционеров и управляющих. Усилия менеджеров теперь будут направлены не на спекулятивное расширение масштабов операционной деятельности, а на увеличение стоимостных стратегических показателей, которые в свою очередь влияют на увеличение стоимости компании и удовлетворение интересов акционеров.

- Объективная оценка рынком акций компании. Максимальная прозрачность деятельности компаний, ориентированных на стоимость, защищает их акции от недооценки и делает позиции компании на рынках капитала более стабильными.

- Оптимизация управленческих решений. Управленческие решения в компании, ориентированной на создание стоимости принимаются в соответствии с единой целью. Это позволяет не тратить время на рассмотрение решений, которые не соответствуют заявленной стратегии или решений, которые в рамках долгосрочного развития компании являются неэффективными.

- Оптимизация распределения ресурсов в компании. В рамках стратегии управления, ориентированного на стоимость, ограниченные финансовые, человеческие, информационные и прочие ресурсы распределяются в соответствии с их вкладом в увеличение стоимости компании.

- Защита от поглощений. Адекватная оценка потенциала компании, отраженная в стоимости ее акций, устраняет один из возможных мотивов поглощения - а именно, поглощение с целью использования недооцененного потенциала компании.

Как любая финансовая и управленческая модель, рассматриваемая система имеет ряд ограничений:

- Отсутствие стандартизации и трудоемкость расчета стоимостных показателей. Использование финансовых показателей стоимостной модели управления подразумевает огромное количество корректировок данных стандартной бухгалтерской отчетности. Это затрудняет сам расчет, а тем более постоянный мониторинг изменения величины показателя.

- Влияние традиционных показателей. Финансовые модели управления стоимостью компании базируются на основе стратегического финансового показателя, включающего в себя риски. При этом сам показатель в части доходов компании (скорректированной прибыли, денежных потоков для компании или акционеров) и величины финансирования основывается на традиционных финансовых показателях. И, несмотря на предлагаемые авторами моделей многочисленные корректировки, в основе показателей часто оказывается искаженная информация.

- Прогноз доходов. Стоимостные финансовые показатели обычно строятся на основе прогнозных показателей доходов компании. Это создает опасность получения неверного финансового показателя, основанного на ошибочных или преднамеренно искаженных прогнозах будущих перспектив и доходов компании.

- Затратность разработки и внедрения системы управления стоимостью. Построение системы управления стоимостью затратный процесс. Внедрение системы подразумевает донесение стратегии компании до всех уровней управления, создание соответствующей стратегии системы мотивации, модернизации финансовой отчетности и т.д. Все эти преобразования требуют значительных временных и денежных затрат. По мнению специалистов McKinsey для внедрения комплексной системы управления стоимостью необходимо около трех лет, при этом может потребоваться значительная реорганизация управленческой структуры компании

- Уровень развития рынка капитала. Концепция управления стоимостью компании предполагает, что компания действует в условиях эффективного рынка капитала, а ее стоимость объективно отражена в цене ее акций. Как известно, абсолютно эффективных рынков капитала не существует. Развивающиеся рынки тем более неэффективны из-за отсутствия прозрачности эмитентов и высоких рисков. Соответственно даже если компания успешно функционирует, неэффективный рынок может не прореагировать на данный процесс. В результате сигналы о действительной эффективности управления компанией, которые поступают к менеджерам и потенциальным инвесторам, искажены. Выделим ключевые условия, способствующие успешному внедрению системы управления стоимостью:

- учет специфики деятельности компании. В каждом конкретном случае разработка и настройка системы управления стоимостью уникальны, хотя и базируются на единых для любой компании алгоритмах;

- поддержка и продвижение внедряемой системы управления стоимостью высшим менеджментом компании. В противном случае, рядовой персонал не будет всерьез воспринимать нововведения и, соответственно, ответственно подходить к изменению в деятельности компании. Чрезвычайно важна в данном процессе лояльность руководителей среднего звена – как связующего механизма между рядовыми служащими и топ-менеджментом компании;

- выбор финансового показателя, четкое понимание алгоритма его расчета, приобретение необходимого программного обеспечения для получения исходных данных. Возможности информационной системы определяют частоту расчета показателя.

- использование системы вознаграждения персонала, основанной на вкладе бизнес-единиц (подразделений) в стоимость компании, минимизации опционов на акции. Оплата персонала должна зависеть в первую очередь от непосредственных результатов деятельности, а не только от стоимости акций компании, поскольку рыночная цена акции зачастую меняется в зависимости от внешних факторов, не связанных не только с усилиями служащих, но и успешностью функционирования самой компанией.

- привязка ответственности руководителей подразделений за внедрение и результаты деятельности системы. Это в свою очередь требует того, чтобы управленцы работали в компании в течение продолжительного периода. Если текучесть кадров на ключевых позициях велика, отложенное вознаграждение в форме банка бонусов является ключевым элементом системы и задумывается не только о текущих, но и о будущих результатах деятельности бизнеса.

- разработка тренинговых программ для обучения и разъяснения работникам предприятия смысла внедряемых изменений. В российских компаниях, которые в большинстве не могут себе позволить расходы на обучение такого количества сотрудников, целесообразно вести обучение постепенно, используя уже обучившихся сотрудников для передачи знаний своим коллегам.

Рис. 1. Система управления, нацеленного на стоимость

Управление стоимостью	Оценка деятельности
<ul style="list-style-type: none">• Какие стратегические альтернативы имеются?• Какие направления работы компании создают/разрушают стоимость?• Как изменится стоимость, если использовать другую стратегию?• Какие ключевые факторы оказывают наибольшее влияние на стоимость?	<ul style="list-style-type: none">• Каковы наилучшие показатели деятельности компании?• Как связаны эти показатели с процессами бюджетирования, распределением ресурсов, отчетностью, подготовкой персонала, вознаграждением?• Каково назначение и преимущества этих показателей для оценки деятельности компании?
Вознаграждение	
<ul style="list-style-type: none">• Связана ли система вознаграждения с выбранными показателями деятельности?• В какой степени система вознаграждения должна быть связана с деятельностью компании и предпринимательским риском?• Как правильно использовать показатели капитала и денежных средств?• Делать ли различия в вознаграждении в зависимости от участия в принятии решений?• К чему лучше привязывать вознаграждение: к результату деятельности всей компании, подразделения, либо персональной деятельности?	

Рис. 2 . Последовательность применения принципов управления, основанного на стоимости.



1. Концепция управления стоимостью

1. Современная финансовая модель анализа и управления компанией
Никитушкина Ирина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита МГУ им. М.В. Ломоносова
2. Стоимость как комплексный критерий оценки эффективности функционирования бизнеса
3. Как и почему стоимость акционерного капитала используется для принятия инвестиционных решений?
Лопатников Александр, управляющий директор компании American Appraisal
4. Как создается и как разрушается стоимость?
Лопатников Александр, управляющий директор компании American Appraisal
5. Управление стоимостью: характеристика, преимущества, ограничения модели

Что такое стоимость и как ее измерить

Стоимость (value) как финансовая концепция

Различные виды стоимости (market value, fair value, liquidation value)

Финансовые рынки как индикаторы стоимости

Способы измерения стоимости

DCF – достоинства и ограничения

Стоимость как финансовая концепция широко используется в корпоративных финансах и неразрывно связана с их целями:

- оптимальным выбором из доступных инвестиционных альтернатив;
- эффективным распределением ресурсов.

Поскольку корпоративные финансы решают проблему оптимального выбора в условиях ограничений, например, капитала, ресурсов или времени неизбежно встает вопрос о «системе ценностей», определяющей законы инвестиционной селекции, т.е. (1) как именно мы будем определять лучшую инвестицию, и (2) исходя из чего, мы выберем лучший способ распределения ресурсов.

Одним из наиболее популярных, хотя и не единственным параметром для сравнения, является стоимость (value)¹ (применительно к инвестициям в действующие предприятия - стоимость акционерного капитала (shareholders value)).

Понятие стоимость (value) часто упоминается вместе с двумя другими понятиями – затраты (cost) и фактическая цена (price). При этом иногда возникает путаница, отчасти связанная с неточностью перевода на русский язык иностранной финансовой терминологии.

Более того, в финансовой литературе используется несколько видов стоимости, а понятие *рыночная стоимость (Market Value)* используется в различных целях и имеет несколько определений. В частности, определения рыночной стоимости приводятся в Российских стандартах оценки (РСО)², Международных стандартах оценки³ (МСО) и Международных стандартах финансовой отчетности (МСФО), в последнем случае часто взаимозаменяемо с понятием *справедливая стоимость (Fair value)*⁴.

В одной из первых книг посвященных оценке - «Оценка собственности», опубликованной в 1937, Джеймс К. Бонбрайт отмечал, что «если критически прочитать определения стоимости, то обнаружится, что, во-первых, они крайне двусмысленны и, во-вторых, определяемые ими концепции стоимости пригодны только для определенных целей и совсем не применимы для других»⁵. В таблице на следующей странице приведены примеры определений различных видов стоимости.

В соответствии с российскими стандартами оценки *Рыночная стоимость* объекта оценки - это *наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.*

¹ В английском языке *стоимость (Value)*, от латинского, *valēre* – *иметь ценность (to be worth)*, имеет один корень с заимствованным непосредственно в русский язык словом *валюта (valuta)*.

² Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности (утв. постановлением Правительства РФ от 6 июля 2001 г. N 519)

³ Международные стандарты оценки (МСО), 7^е издание, 2005 год

⁴ В США принят термин *Справедливая рыночная стоимость (Fair Market value)*

⁵ James C. Bonbright, *Valuation of Property*, Michie Company, 1937

Похожее определение содержится в Международных стандартах оценки. В соответствии с МСО 1⁶ *Рыночная стоимость* – это *оценочная величина денежных средств, на которую собственность могла бы быть обменена на дату оценки в сделке между несвязанными заинтересованными сторонами, действующими разумно, осмотрительно, без принуждения и после необходимых действий по маркетингу собственности.*

В соответствии с МСО⁷, концепция рыночной стоимости не тождественна цене фактической сделки, совершенной на дату оценки. Рыночная стоимость – это предполагаемая цена, которая должна быть уплачена на дату оценки в сделке на условиях, соответствующих определению рыночной стоимости, приведенному выше.

Величина *рыночной стоимости* оценивается с помощью методов оценки и процедур, которые отражают суть актива и обстоятельства, при которых подобная собственность чаще всего продается на рынке. Принятый способ продажи актива определяет методы и процедуры оценки рыночной стоимости.

Одним из фундаментальных условий при определении рыночной стоимости является наличие активного (свободного) рынка оцениваемого актива.

Инвесторы называют активными рынки со значительными оборотами торгов либо конкретным активом, либо в целом торговой площадки (биржи), на которой обращаются активы. Как правило, для активных рынков характерны высокие уровни ликвидности и малые спреды между ценами спроса и предложения.

В соответствии со стандартом МСФО 36⁸, активный рынок – это рынок, для которого выполняются три перечисленные ниже условия:

- на рынке торгуются однородные (homogeneous) активы,
- в любое время присутствуют заинтересованные в сделках покупатели и продавцы,
- цены сделок публичны.

Используя рыночные данные при определении стоимости тем или иным методом важно учитывать то, что для периодов быстрого изменения рыночных условий характерно колебание цен на активы. Такое состояние рынка называется неравновесным (dis-equilibrium), а данные о сделках в этот период могут передавать искаженную информацию. Например, в условиях депрессивных или падающих рынков может отсутствовать достаточное число продавцов, готовых продавать активы. Некоторые транзакции могут содержать элементы вынужденной продажи по финансовым (или иным) причинам, что снизит практическую заинтересованность в сделке отдельных продавцов или даже заставит их отказаться от сделки.

Если активный рынок финансового инструмента (актива) отсутствует, справедливая стоимость определяется на основании оценочных подходов или методов с использованием рыночных цен на аналогичные активы, с использованием метода дисконтированных денежных потоков или опционных моделей⁹.

Все подходы к оценке, используют принцип замещения и доступные рыночные данные. В основе принципа замещения лежит предположение о том, что покупатель не станет платить за имущество или услугу больше стоимости замещения этого имущества или услуги аналогичной с равной полезностью, при условии, что на цену сделки не влияют такие факторы, как фактор времени, более высокий риск или иные обстоятельства. Наименьшая стоимость точной копии

⁶ МСО 1, параграф 3.1

⁷ МСО 1, параграф 6.2.

⁸ МСФО 36, раздел «Определения», параграф 6

⁹ МСФО 39, параграф 100

оцениваемого имущества или аналогичного имущества представляет его *рыночную стоимость*¹⁰.

Подходы к оценке, с помощью которых можно определить рыночную стоимость актива или бизнеса включают¹¹:

Метод сравнительных продаж (также сравнительный подход или рыночный подход) учитывает цены, недавно уплаченные за аналогичное имущество с учетом поправок, отражающих состояние и специфику использования оцениваемого имущества по отношению к сопоставимому объекту.

Метод капитализации дохода (или доходный подход) учитывает доходы и расходы, от использования оцениваемым имуществом. Текущая стоимости имущества определяется путем капитализации.

Затратный подход (в оценке бизнеса также называемый **методом скорректированных чистых активов**) учитывает затраты, необходимые для единомоментного приобретения, восстановления актива (или его точного подобия), или аналогичного имущества с равной полезностью. **Метод чистых активов** предполагает, что ценность актива не превышает стоимость замещения актива целиком или его составных частей.

Подход, применение которого логично был бы рассматривать для оценки рыночной стоимости актива в первую очередь, **рыночный подход** - это совокупность методов определения стоимости бизнеса, доли владения им (пакет акций) или финансового актива (security), использующий один или несколько способов сравнения оцениваемого актива с аналогичными бизнесами, долями владения или финансовыми активами на основании данных о сделках с ними. Для обоснованного сравнения необходимо, чтобы: (1) инвестиционные характеристики сопоставимых активов и объекта оценки были похожи качественно и количественно, (2) существовало достаточное количество данных, которые могут быть проверены.

Указанные выше атрибуты рыночного подхода определяют его сильные и слабые стороны. К сильным относятся:

1. В случае, когда можно найти прямые аналоги, – это метод прямого сравнения
2. Данные о сопоставимых активах (компаниях) относительно доступны
3. О деятельности компаниях, акции которых обращаются на биржах, публикуется большое количество исследований

Слабыми сторонам являются:

1. Сложно найти прямой аналог
2. Мало данных о компаниях, чьи акции не обращаются на биржах (private companies) и сделках с долями участия в компаниях

Метод дисконтированных денежных потоков также максимально использует рыночные данные, учитывает все факторы, которые участники рынка рассматривали бы при определении цены сделки, и опирается на признанную экономическую теорию определения цены финансовых инструментов.

К сильным сторонам доходного подхода и метода DCF относятся:

1. Данный подход в наибольшей степени опирается на теорию стоимости
2. Используемые в рамках данного подхода прогнозы деятельности компании позволяют учесть ожидаемые изменения деятельности компании

Слабыми сторонам являются:

¹⁰ МСО: «Общие концепции и принципы оценки», параграф 9.2

¹¹ МСО: «Общие концепции и принципы оценки», параграф 9.2.1

1. Сложно надежно прогнозировать денежные потоки
2. Ставки капитализации и дисконты представляют собой ожидаемую доходность, выбирать их, особенно для компаний, акции которых не обращаются на рынке, достаточно сложно

Для производственных и сервисных компаний применение комбинации доходного и сравнительного подходов позволяет получить наиболее точную оценку стоимости бизнеса, поскольку стоимость таких компаний больше зависит от их способности приносить прибыль, чем от стоимости используемых для этого активов.

Затратный подход для оценки операционного бизнеса, как правило, не используется. Более того, в соответствии с требованиями МСО¹², оценка бизнеса (в предположении о продолжении деятельности) не должна проводиться с использованием только *затратного подхода*, за исключением случаев, когда это является стандартной практикой при осуществлении сделок. При этом оценщику необходимо обосновать причину выбора данного подхода к оценке.

Причины, по которым затратный подход применяется крайне редко, и случаи когда такой подход можно применять приведены ниже:

1. Применим для оценки холдинговых компаний и компаний, находящихся в процессе ликвидации¹³;
2. Не учитывает доходность активов составляющих бизнес действующей компании;
3. Не учитывает нематериальных активов действующего предприятия, а сами эти активы должны быть оценены с помощью других подходов (доходного или рыночного);
4. Мало пригоден для оценки долей владения активами.

В самом общем случае стоимость актива (бизнеса) определяется наличием финансовой выгоды от владения им. При этом размер выгоды, или стоимость, определяется ожидаемыми будущими выплатами за использование или продажу актива (бизнеса) и ставкой доходности, с которой эти денежные потоки дисконтируются для получения их текущей стоимости, и которая отражает риски неполучения этих денежных потоков.

Финансовая выгода от владения активом или бизнесом может быть получена одним из следующих способов¹⁴:

1. В виде дивидендов или иных выплат акционерам по результатам операционной или финансовой деятельности (процентный доход);
2. В виде средств вырученных от ликвидации актива или бизнеса;
3. В виде средств, полученных от продажи актива (бизнеса)

Метод дисконтированных денежных потоков, метод чистой приведенной стоимости (net present value) использует следующую зависимость между стоимостью инвестиции, доходом за период и требуемой доходностью¹⁵, r :

$$\text{Стоимость} = \frac{\text{Доход}}{(1 + r)};$$

Стоимость инвестиции, которая приносит доход в течение нескольких (n) периодов:

$$\text{Стоимость} = \sum_{i=0}^{i=n} \frac{\text{Доход}_i}{(1 + r_i)}$$

В случае дохода получаемого бессрочно в виде дивидендов, растущих с постоянным темпом, g , получаем, так называемую, формулу Гордона¹⁶:

¹² МСО: Международное руководство по оценке №6, «Оценка бизнеса», 5.14.3.5

¹³ Стоит отметить, что отдельные активы таких компаний, чаще всего оцениваются с помощью доходного или рыночного подхода.

¹⁴ Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, Robert P. Schweihs, Valuing a Business, p. 43, McGraw-Hill, 2000

¹⁵ также называемой *дисконтом*, *discount rate*, *opportunity cost of capital* или *hurdle rate*

¹⁶ Myron J. Gordon, The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, Richard D. Irwin, 1962

$$\text{Стоимость} = \frac{\text{Дивиденд} \times (1 + g)}{r - g}$$

При определении стоимости важно, чтобы дисконт и поток (доход) были определены consistently. Например, чтобы в качестве дисконта для потока дивидендом использовалась дивидендная доходность (dividend yield), для дисконтирования денежного потока на акционерный капитал - ставка доходности акционерного капитала r_e , а для дисконтирования денежного потока на фирму (потока всем источниками финансирования) - средневзвешенная стоимость капитала WACC¹⁷.

Определяя стоимость актива, бизнеса или долей владения ими, важно учитывать такие характеристики как:

1. Размер доли владения активом/бизнесом (наличие или отсутствие атрибутов контроля);
2. Право голоса и возможность оказывать влияние на развитие бизнеса (например, различия в правах владельцев обыкновенных и привилегированных акций)
3. Ограничения на распоряжение акциями или долями владения бизнесом (restricted stocks);
4. Ликвидность актива (возможность максимально быстро получить деньги, продав актив)

Несмотря на популярность различных вариантов метода дисконтированных денежных потоков, в ряде случаев применение метода DCF затруднено, поскольку сложно надежно прогнозировать денежные потоки или риски инвестирования. К таким случаям относятся оценка следующих компаний:

- с отрицательными денежными потоками;
- находящихся в процессе реструктуризации/поглощения;
- циклических отраслей;
- с большим количеством неиспользуемых активов или активов, которые имеют характеристики реальных опционов;
- акции которых не обращаются на биржах.

К другим ограничениями DCF относятся упрощенные предположения лежащие в его основе о том, что:

1. параметры, используемые в расчете, являются детерминистскими и независимыми, и
2. сценарии развития компании определяются (фиксируются) в момент проведения анализа/оценки и неизменны.

В реальной жизни ситуация несколько более сложная:

1. изменения отдельных параметров DCF могут приводить к изменению других параметров (*изменение объемов производства может влиять на удельные затраты, которые, в свою очередь, могут влиять на цены на продукцию*),
2. может существовать временная корреляция между значениями параметра в разные периоды (*цены на продукцию в разные периоды могут зависеть от цен предыдущих периодов*),
3. проекты могут содержать опции¹⁸, позволяющие менеджменту принимать решения о развитии проекта или компании в последующие периоды (*опции расширения, переноса сроков и остановки части проекта или его полной ликвидации*).

¹⁷ WACC – Weighted Average Cost of Capital

¹⁸ Часто называемые real options

Влияние подобных факторов наиболее значительно при оценке проектов с высокой степенью неопределенности, или высокой вероятностью негативного исхода, например в энергетике, добывающих отраслях или фармацевтическом секторе. В этих случаях для оценки используют вероятностные модели, с использованием компьютерной симуляции, метода Монте-Карло, или опционные модели.

Аналитическое решение при расчете стоимости реальных опционов, использует различные модификации уравнения Блэка-Шоулза, предложивших концепцию альтернативного портфеля, подобранного таким образом, чтобы он обеспечивал профиль доходности в точности противоположный доходности опциона.

Стоимость опциона в уравнении Блэка-Шоулза определяется как

$$\text{Стоимость} = S \times N(d_1) - K \times e^{-R_e \times T_e} \times N(d_2)$$

Где

$$d_1 = \frac{\left[\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(R_e + \frac{\sigma^2}{2}\right) \times T_e \right]}{\sigma \times \sqrt{T_e}}$$

и

$$d_2 = d_1 - \sigma \times \sqrt{T_e}$$

S – стоимость актива или проекта, с которым связан опцион;

K – цена исполнения опциона;

T_e – время до срока истечения действия опционного договора;

R_e – ставка доходности безрискового инструмента такой же срочности как опцион;

σ^2 – вариация натурального логарифма стоимости актива, связанного с опционом;

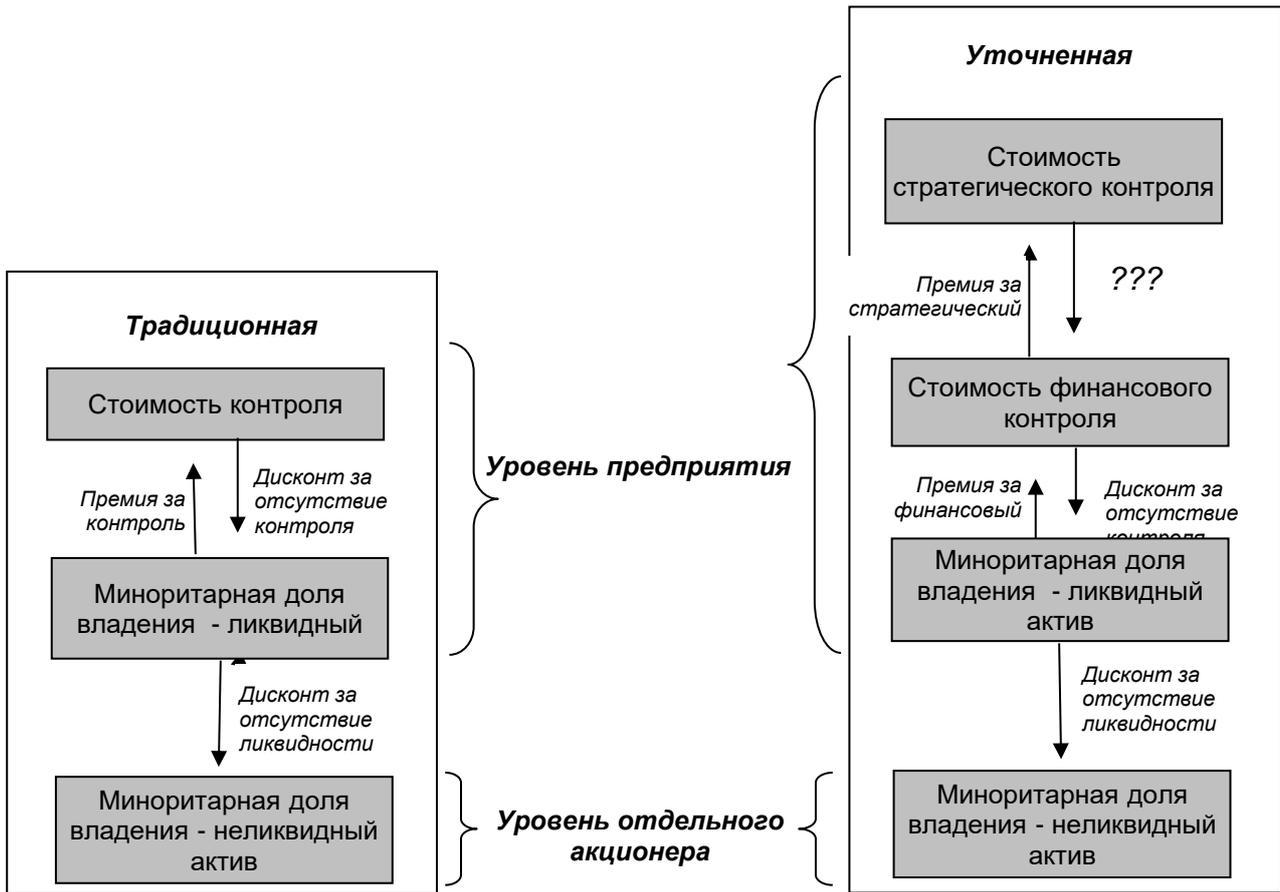
$N(z)$ – нормальное кумулятивное распределение плотности вероятности

Альтернативным методом определения стоимости опциона, более часто встречающимся на практике, являются дискретные биномиальные модели.

Следует заметить, что в силу сложности опционных моделей и необходимости разрабатывать специальную модель для каждого инвестиционного проекта, на практике этим методом пользуются гораздо реже, чем методом DCF. Согласно опросу, проведенному среди 475 фирм в 2000 году компанией Bain, только 10% из них когда-либо использовали метод реальных опционов, и из этих 10% половины впоследствии отказались от них. Более поздние исследования профессора университета Колорадо Патриции Райан (Patricia A. Ryan) показали что среди 205 компаний входящих в Fortune 1000 только 11.4% когда либо использовали опционные модели для принятия инвестиционных решений как вспомогательный инструмент при принятии решений, связанных с бюджетированием капитала. Среди упоминаемых более часто в этом списке анализ чувствительности – 85.1% и сценарный анализ 66.8%. Наиболее популярными, с 96%, по-прежнему являются методы, использующие чистую приведенную стоимость (NPV).

Вид стоимости		Определение	Источник
Русское название	Английское название		
Рыночная стоимость	Market Value	Рыночная стоимость (MV) определяется как предполагаемая цена, по которой собственность может быть обменена на дату оценки в сделке на общих условиях между осведомленными и заинтересованными сторонами, при условии, что покупатель и продавец располагают всей необходимой информацией о рассматриваемой собственности, действуют разумно и без принуждения	MCO: MCO1, параграф 5.2
Справедливая стоимость	Fair Value	Справедливая стоимость (FV) определяется в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности как сумма, на которую можно обменять актив при совершении сделки между хорошо осведомленными и желающими совершить такую сделку независимыми сторонами	IAS: IAS 16, para. 6
Справедливая рыночная стоимость	Fair Market Value	Обоснованная рыночная стоимость (FMV) определяется как наиболее вероятная цена, за которую собственность может быть обменена между хорошо осведомленным, готовым купить, покупателем и хорошо осведомленным готовым продать продавцом, при этом и покупатель и продавец обладают всей необходимой информацией относительно рассматриваемой собственности и действуют без какого-либо принуждения.	SFAS 157: параграф C50, IRS Revenue Ruling 59-60
Ликвидационная стоимость	Liquidation Value	Ликвидационная стоимость определяется как сумма, полученная собственником от реализации имущества, производимой в условиях временного ограничения, с учетом поправки на маркетинговый период, необходимый для реализации такого имущества	Российские стандарты оценки (PCO)
Инвестиционная стоимость	Investment Value	Инвестиционная стоимость определяется как стоимость объекта для конкретного инвестора, устанавливаемая с учетом его индивидуальных требований. Данная стоимость является отражением отношений между инвестором и произведенными инвестициями.	MCO: MCO 2, Виды стоимости, отличные от рыночной стоимости, параграф 3.2
Ценность использования	Value in Use	Ценность использования (Value in Use) – дисконтированная стоимость ожидаемых будущих потоков денежных средств от использования актива или центра выручки.	МСФО: МСФО 36, Обесценение активов. Определения, параграф 6

Иерархия стоимости



Источник: Z. Christopher Mercer, The Integrated Theory of Business Valuation
Peabody Publishing, 2004

Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) и управление стоимостью

финансовая прозрачность
стандарты финансовой отчетности
справедливая стоимость
возмещаемая величина актива
типичная сделка
участник рынка
наблюдаемые данные
ненаблюдаемые данные

Все без исключения методы и системы управления стоимостью в большей или меньшей степени используют показатели, содержащиеся в финансовой отчетности компаний. **Финансовая прозрачность** – обязательный атрибут инвестиционной привлекательности. Капитал охотнее приходит на рынки, где правила понятны, а результаты измеримы.

Сравнительный анализ операционных характеристик компаний на разных рынках позволяет инвесторам точнее определять цены на них, а сами компании получают ориентиры для совершенствования своей деятельности, и, как следствие, повышения своей стоимости. Прозрачность и предсказуемость снижают риски инвестирования и стоимость капитала.

Большинство мультипликаторов, на основании которых сравниваются компании и совершаются сделки, в числителе или знаменателе содержат показатели выручки, прибыли или денежного потока, структура капитала и его стоимость также определяются с использованием балансовых показателей. От того насколько достоверно финансовая отчетность описывает операционную деятельность и финансовое положение компании во многом зависят выводы рынков о стоимости компании и результативность действий менеджеров, направленных на ее повышение.

Глобализация рынков капитала и бурный рост трансграничных инвестиций, которые в 2006 году составили почти 7 триллионов долларов, сделали приоритетной задачу повышения качества финансовой отчетности и унификации ее принципов. Важность создания единых принципов подготовки финансовой отчетности подтолкнула две самых авторитетных организации, занимающихся разработкой стандартов, американскую FASB и международную IASB, к принятию программы постепенной конвергенции US GAAP и МСФО.

И US GAAP и МСФО в качестве первоочередной ставят перед собой задачу защиты интересов инвесторов и развития международных финансовых рынков, посредством разработки и внедрения высококачественных **стандартов финансовой отчетности**.

В частности, IASB и FASB при подготовке финансовой отчетности компаниями предписывают:

- перейти от правил к принципам;
- сместить акцент от «достоверного» к «существенному»;
- шире использовать в финансовой отчетности «справедливую стоимость» вместо «исторической»;
- обеспечить приоритет рыночным данным;
- требовать понимания аудиторами и консультантами сути финансовых транзакций;
- предусмотреть ответственность консультантов за обоснованность прогнозов, на базе которых они делают свои выводы.

В целом, приветствуя конвергенцию международных и национальных стандартов, все заинтересованные в улучшении финансовой отчетности стороны, и среди них разработчики

стандартов, регулирующие органы, инвесторы и инвестиционные аналитики и, наконец, сами компании-составители финансовой отчетности, тем не менее, с осторожностью относятся к предлагаемым нововведениям, разумно замечая, что проблемы, как обычно, кроются в деталях.

Не секрет, что во многих странах регуляторам рынка привычнее работать по правилам. Составителям отчетности также проще исполнять правила, чем отстаивать принципы. И те и другие прагматично полагают, что если и переходить на принципы, то делать это желательно по правилам. Далеким не праздным становится также вопрос, обойденный и составителями отчетности и регулирующими органами - кому будет принадлежать последнее слово в определении того, чья интерпретация того или иного принципа составления финансовой отчетности самая верная?

Известна позиция председателя IASB сэра Дэвида Твиди (Sir David Tweedie), о том, что IASB не должен толковать или давать разъяснения правилам МСФО. IASB и FASB постоянно напоминают про то, что аудитор не должен быть финансовым консультантом. На практике, однако, выбирая аудитора, компании часто отдают предпочтение тому, кто, как они надеются, лучше знает «как правильно» трактовать тот или иной стандарт, и "правила" применения стандарта в различных обстоятельствах.

По частоте упоминания в МСФО, термин «*Справедливая стоимость*» один из лидеров. «Справедливая стоимость» используется для отражения в финансовой отчетности активов и обязательств при первом применении МСФО1, приобретении бизнеса (МСФО3), служит для измерения устаревания активов (МСФО36), отражения в отчетности финансовых активов (МСФО39) и инвестиционных активов (МСФО40) (рис. 1).

Несмотря на требование шире использовать «справедливую стоимость» для отражения активов и обязательств, в существующей редакции МСФО нет единого и исчерпывающего определения «справедливой стоимости» и способов ее измерения.

Чтобы устранить этот пробел в начале 2007 года комитет по международным стандартам финансовой отчетности IASB предложил для обсуждения проект нового стандарта – «Измерение справедливой стоимости». Этот проект один из многих, разрабатываемых в рамках программ конвергенции US GAAP и МСФО, поэтому в качестве основы для обсуждения IASB рекомендовал рассмотреть, опубликованный в сентябре 2006 года аналогичный американский стандарт SFAS157.

И американские и международные стандарты финансовой отчетности требуют, чтобы активы и обязательства компаний были идентифицированы, измерены и отражены в отчетности с надлежащим уровнем раскрытия. Изменения характера использования активов или рынков могут влиять на балансовую стоимость актива и размер начисляемой амортизации. При этом балансовая стоимость актива не может превышать его *возмещаемую величину* (recoverable amount), т.е. большего из справедливой стоимости за вычетом затрат на реализацию (fair value less cost to sell) и ценности использования (value in use). Возмещаемая величина должна регулярно тестироваться. В случае необходимости компания должна создавать резервы на обесценение или убирать их (рис.2).

Единственный актив, для которого справедливая стоимость не определяется – это «деловая репутация» (goodwill) появляющийся в результате сделок по приобретению бизнеса. «Деловая репутация» это расчетная величина, которая определяется как цена приобретения за вычетом справедливой стоимости чистых активов. Составляющими «деловой репутации» являются нематериальные активы, которые не соответствуют критериям МСФО3 и МСФО38 для отнесения их к материальным активам в смысле МСФО, включая синергии покупателя. Тем не менее, стандарты финансовой отчетности предписывают процедуры проведения регулярных тестов на обесценение внеоборотных активов и goodwill.

Определения «справедливой стоимости» данные МСФО и FASB похожи, но содержать некоторые отличия.

Согласно МСФО «справедливая стоимость» – это сумма, на которую можно обменять актив или урегулировать обязательство в рыночной сделке между осведомленными и заинтересованными сторонами. В недавно опубликованном стандарте FASB SFAS157 «Измерение «справедливой стоимости» приводится следующее определение – цена, которая могла бы быть получена за проданный актив или уплачена за передачу обязательства в типичной сделке между участниками рынка на дату определения «справедливой стоимости». Международные стандарты оценки, которые разработаны с учетом требований МСФО, указывают на то, что «если рыночная стоимость актива может быть определена, она является его «справедливой стоимостью» (рис.3).

Поскольку FASB первым опубликовал специальный стандарт, посвященный определению «справедливой стоимости», стоит подробнее остановиться на определении, которое в нем содержится.

Стандарт вводит понятие *типичной сделки*, которая предполагает экспозицию на рынке до даты измерения и подразумевает выполнение типичного набора маркетинговых действий.

Типичная сделка не подразумевает вынужденной продажи или ликвидации, и ее цена рассматривается с точки зрения *участника рынка*, который владеет активом или имеет обязательство, так называемая «цена выхода» (exit price).

Понятие **участник рынка** также новое для стандартов финансовой отчетности и означает покупателей или продавцов на основном (или наиболее предпочтительном) рынке активов/обязательств, которые (а) не связаны с данной бизнес единицей (предприятием), (б) обладают достаточными знаниями об активе или обязательстве, обстоятельствах сделки и всей доступной информацией, включая ту, что могла бы быть собрана в процессе due diligence, типичного в подобных условиях, (в) обладают возможностью совершить сделку, и (г) мотивированы, но не вынуждены и не обязаны делать это.

Измерение «справедливой стоимости» подразумевает наилучшее и наиболее эффективное использование актива, которое определяется как физически возможное, юридически допустимое и финансово целесообразное. При этом понятие наилучшее использование подразумевает максимизацию стоимости актива или группы активов, частью которой является тот или иной актив. Наилучшим и наиболее эффективным признается использование, которое является таковым с точки зрения участников рынка, даже если текущий владелец предполагает использовать актив иным способом.

Наилучшее и наиболее эффективное использование согласно SFAS 157 определяет способ измерения справедливой стоимости ввод понятия справедливой стоимости при текущем использовании (fair value in-use - не путать с концепцией value in use в МСФО) и справедливой стоимости при обмене (fair value in-exchange).

Для измерения справедливой стоимости МСФО предписывает использовать традиционный инструментарий рыночного, доходного и затратного подходов к оценке. При этом для определения «справедливой стоимости» должны использоваться методы, которые в наибольшей степени подходят для конкретных обстоятельств. Их применение должно быть последовательным, а изменение возможно, если позволяет получить результат также или лучше отражающий «справедливую стоимость».

При измерении справедливой стоимости приоритет получают не подходы или методы оценки (valuation techniques), а используемые рыночные данные (inputs). Стандарт вводит понятие наблюдаемых и ненаблюдаемых данных (рис.4).

Наблюдаемые данные – отражают предположения, которые *участники рынка* (обратите внимание - не сама компания) использовали бы для оценки стоимости актива или

обязательства. **Ненаблюдаемые данные** – отражают предположения самой компании о том, из чего исходили бы участники рынка оценивая стоимость актива или обязательства.

Стандарты вводят иерархию данных, разделяя *наблюдаемые* и *ненаблюдаемые* данные на три уровня следующим образом: *Данные 1-го уровня* – цены (без поправок), полученные с активных рынков для сделок с аналогичными активами или обязательствами по состоянию на дату измерения. *Данные 2-го уровня* – иные цены, наблюдаемые прямо или косвенно, и отличные от тех, что составляют Данные 1-го уровня. *Данные 3-го уровня* – ненаблюдаемые данные, отражающие собственные предположения компании, полученные без чрезмерных затрат и усилий, относительно того, из чего исходили бы участники рынка определяя цену сделок с активами или обязательствами, включая предположения о рисках.

Наибольший приоритет - ценам (без поправок), полученным в сделках с аналогичными активами или обязательствами на активных рынках.

Подробно описывая нововведения, SFAS 157, к сожалению, не содержит указаний относительно границ применения или единицы измерения «справедливой стоимости». В частности, пока остаются без ответа такие вопросы, как определение стоимости долговых инструментов – отдельно или в составе портфеля, должны ли применяться дисконты в сделках, которые могут нарушить баланс спроса и предложения, премии за контроль, премии/дисконты в сделках, где приобретение небольшого пакета акций может обеспечивать контроль (swinging votes), и отражение частичного владения нефинансовыми активами, например недвижимостью.

Практическое применение требований стандартов определения и измерения «справедливой стоимости» при подготовке финансовой отчетности российскими компаниями приводит к необходимости отвечать на многие непростые вопросы:

- Насколько достоверны данные о стоимости земли, промышленных активов и нематериальных активов, которые часто не имеют ни прямых, ни косвенных аналогов, а сделки с ними крайне редки и мало прозрачны?
- Как использовать данные 3-го уровня, составляя прогнозы и рассчитывая стоимость капитала?
- Как измерять «справедливую стоимость» активов в регулируемых отраслях?
- Насколько данные о финансовых инструментах, торгуемых на узких малоликвидных рынках, пригодны для измерения «справедливой стоимости»? Как измерять стоимость неторгуемых неликвидных активов и особенно долей владения ими?
- Поскольку «справедливая стоимость» - это мнение, выраженное в соответствии с некоторыми принципами, чье мнение должно превалировать: компании составителя отчетности, ее консультанта, ее аудитора или регулятора рынка?
- Как соотносятся понятие рыночной стоимости, используемое в российском гражданском и налоговом кодексах, справедливая стоимость, принятая в МСФО, и другие виды стоимости, например действительная денежная стоимость, принятая в страховании?

Завершая короткий обзор новых стандартов измерения *справедливой стоимости*, процитируем председателя IASB сэра Дэвида Твиди, который сказал, что «задача IASB создать необходимый инструментарий для принятия обоснованных финансовых решений и сделать рынки более прозрачными. Теоретически, мы решаем очень простую задачу – создать единый набор высококачественных глобальных стандартов финансовой отчетности. Когда это произойдет, станет неважно, где совершена сделка - в Бостоне, Брисбейне, Пекине или Брюсселе, в финансовой отчетности это сделка будет отражена одинаково».

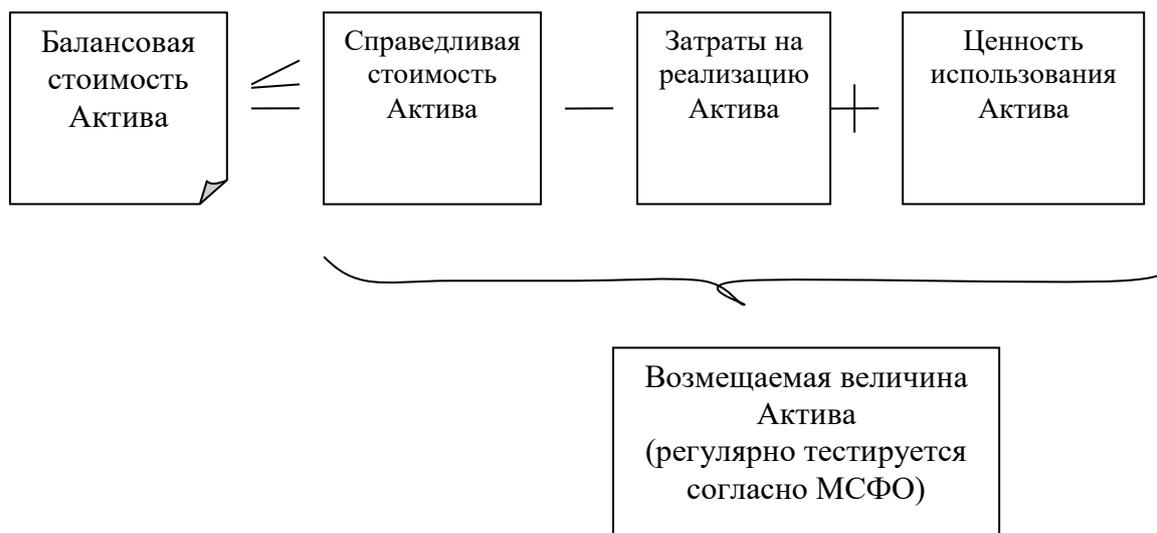
Ясное понимание всеми участниками рынка того, что такое справедливая стоимость, как она соотносится с рыночной стоимостью и как измеряется, позволит инвесторам лучше понять природу балансовых показателей, основанных на справедливой стоимости, и факторы, от

которых они зависят, а следовательно уточнить собственные модели и системы управления, основывающиеся на стоимости, как главном мериле эффективности деятельности компании.

Рис.1. Использование термина «Справедливая стоимость» в МСФО.



Рис.2. Связь между балансовой, справедливой и возмещаемой стоимостью актива



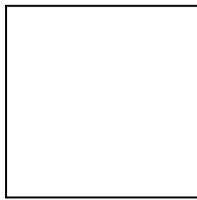
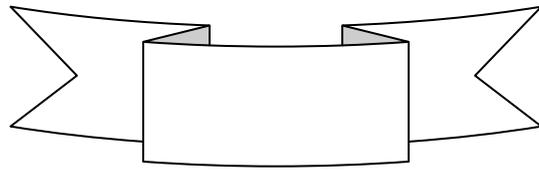


Рис.3. Справедливая стоимость = рыночная стоимость

Стандарты	МСФО (Международные Стандарты Финансовой Отчетности)	МСО (Международные Стандарты Оценки, базируются на МСФО)
Определение	Справедливой стоимостью является сумма, на которую можно обменять актив в рыночной сделке	Если рыночная стоимость актива определена, то она является его справедливой стоимостью
Понятие стоимости	Справедливая стоимость = Рыночная стоимость	

Рис.4. Данные для проведения оценки справедливой стоимости.

Вид данных	Ненаблюдаемые	Наблюдаемые
1-го уровня	-	Цены для сделок с аналогичными активами по состоянию на дату измерения
2-го уровня	-	Иные цены, наблюдаемые прямо или косвенно, отличные от тех, что составляют Данные 1-го уровня
3-го уровня	Данные, отражающие собственные предположения компании относительно того, из чего исходили бы участники рынка, определяя цену сделок с активами.	-

Стрелками показано увеличение уровня достоверности данных

Организация оценочной деятельности в Российской Федерации

регулирование оценочной деятельности
государственное регулирование
саморегулирование
стандарты оценки
требование к договору и отчету об оценке
ответственность оценщика

Институт оценки представляет собой организованную систему отношений между субъектами оценочной деятельности и потребителями по поводу установления стоимости объектов оценки. **Субъектами** оценочной деятельности могут быть физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавшие свою ответственность, или юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры. Потребителями оценки могут быть: государство, акционеры, инвесторы, банки, страховые компании, налоговые органы (рис. 1). К **объектам** оценки относят отдельные материальные объекты (вещи); совокупность вещей, составляющих имущество лица, в т.ч. имущество определенного вида (движимое и недвижимое, в т.ч. предприятия); право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества; права требования; обязательства (долги); работы, услуги, информация; иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

Регулирование оценочной деятельности представляет собой систему мер и процедур, направленных на повышение качества услуг оценщиков и соответствия их определенным критериям, устанавливаемым государственными органами (государственное регулирование) или профессиональным сообществом оценщиков (саморегулирование) либо совместно (рис. 2).

В странах с развитой рыночной экономикой обеспечение прав граждан является важнейшей функцией государства. Государственное регулирование может осуществляться в различных формах (рис. 3). Федеральный закон «Об оценочной деятельности в РФ» был принят 29.07.1998, а 27 июля 2006 г. в закон были внесены существенные изменения. Закон вводит трехуровневую систему регулирования оценочной деятельности (рис. 4).

Первый уровень регулирования – это **государственное регулирование**. К функциям уполномоченных федеральных органов (в настоящее время Министерство экономического развития и торговли РФ) отнесены: выработка государственной политики в области оценочной деятельности, нормативно-правовое регулирование оценочной деятельности, утверждение федеральных стандартов оценки, утверждение образовательных программ в области оценочной деятельности, ведение единого государственного реестра саморегулируемых организаций оценщиков, а также надзор за саморегулируемыми организациями оценщиков.

Второй уровень регулирования – **Национальный совет по оценочной деятельности**. Национальному совету передаются следующие функции: разработка Федеральных стандартов оценки; формирование предложений по вопросам выработки государственной политики в области оценочной деятельности; разработка программ профессиональной переподготовки оценщиков, рассмотрение образовательных программ образовательных учреждений, осуществляющих профессиональное обучение специалистов в области оценочной деятельности, и рекомендация таких программ к утверждению; разработка рекомендаций о минимальном стаже оценщиков, сроке стажировки лиц, претендующих на

членство в саморегулируемой организации оценщиков; создание общероссийского третейского суда в области оценочной деятельности; рассмотрение обращений, ходатайств, жалоб саморегулируемых организаций оценщиков, потребителей услуг в области оценочной деятельности, оценщиков.

Третий уровень регулирования – *саморегулируемые организации (СРО) оценщиков*. В соответствии с новой редакцией закона об оценочной деятельности оценщиками признаются физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций. Для включения организации в единый государственный реестр уполномоченного органа организация должна соответствовать следующим критериям: объединять в своем составе не менее 300 оценщиков; сформировать компенсационный фонд; иметь коллективный орган управления; иметь утвержденные собственные стандарты и правила оценочной деятельности членов организации. *Саморегулирование* развивается в рамках следующих процедур (рис.5):

- определение методических требований к процедурам оценки, которые формулируются в стандартах и правилах оценки;
- определение требований к морально-этическим качествам оценщика, связанным с его независимостью, данные требования формулируются в кодексах профессиональной этики;
- определение требований к уровню профессиональной подготовки и опыту практической работы оценщика, которые отражаются в уровне профессиональных знаний.

Саморегулируемые организации ведут реестр членов; предоставляют информацию, содержащуюся в этом реестре, заинтересованным лицам; осуществляют контроль за своими членами. Саморегулируемые организации оценщиков также проводят экспертизу отчетов об оценке.

Требования к порядку проведения оценки и осуществлению оценочной деятельности определяются стандартами оценочной деятельности. *Стандарты оценочной деятельности* подразделяются на Федеральные стандарты оценки и стандарты и правила оценочной деятельности.

Федеральные стандарты оценки разрабатываются Национальным советом с учетом международных стандартов оценки. До формирования Национального совета работу над Федеральными стандартами ведет Экспертно-консультационный совет по оценочной деятельности Министерства экономического развития и торговли.

Международные стандарты оценки (МСО) разрабатываются Международным комитетом по стандартам оценки, международной организацией, объединяющей профессиональные организации оценщиков более чем 50-ти стран мира. Российскую Федерацию в данной организации представляют Российское общество оценщиков, Саморегулируемая межрегиональная ассоциация оценщиков, Российская коллегия оценщиков. Одной из основных задач международного комитета по стандартам оценки является достижение согласованности между национальными и международными стандартами. В настоящее время МСО включают в себя 3 стандарта, 2 международных руководства к применению, 14 международных руководств и один белый документ (Оценка на развивающихся рынках) (табл. 1).

В 2001 г. Постановлением Правительства Российской Федерации № 519 были утверждены «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности». В настоящее время Министерством экономического развития и торговли РФ разработаны и находятся на утверждении три Федеральных стандарта по оценочной деятельности: «Общие понятия, принципы и подходы к оценке»; «Цели оценки и виды стоимости»; «Требования к отчету об оценке». Данные проекты стандартов разработаны на основе МСО с учетом российского законодательства.

Стандарты и правила саморегулируемых организаций не могут противоречить Федеральным стандартам оценки.

Федеральный закон «Об оценочной деятельности в РФ» определяет обязательные **требования к договору на проведение оценки**. Договор должен быть в письменной форме и содержать объект оценки; вид стоимости имущества; размер денежного вознаграждения за проведение оценки; сведения об обязательном страховании гражданской ответственности оценщика; наименование саморегулируемой организации, членом которой он является; указание на стандарты оценочной деятельности, которые будут применяться при проведении оценки; указание на размер, порядок и основание дополнительной ответственности.

В договоре на проведение оценки, заключенном заказчиком с юридическим лицом, должны быть указаны сведения об оценщиках, которые будут осуществлять работу.

В процессе работы над отчетом оценщик осуществляет сбор и обработку: правоустанавливающих документов, сведений об обременении объекта оценки правами иных лиц; данных бухгалтерского учета и отчетности, относящихся к объекту оценки; информацию о технических и эксплуатационных характеристиках объекта оценки; информацию, необходимую для установления стоимости объекта.

В **отчете** об оценке дается анализ рынка, к которому относится объект, выявляются аналоги. При проведении оценки оценщик обязан использовать доходный, затратный и сравнительный подходы или обосновать отказ от использования какого-то подхода. На основе результатов всех используемых подходов оценщик определяет итоговую величину стоимости объекта. Итоговая величина должна быть выражена в рублях в виде единой величины, если в договоре не предусмотрена интервальная оценка. Итоговая величина стоимости может быть рекомендована для целей совершения сделки с объектами оценки, если с даты составления отчета до даты совершения сделки прошло не более 6 месяцев.

Отчет должен быть пронумерован постранично, прошит, подписан оценщиком или оценщиками, которые провели оценку, а также скреплен личной печатью оценщика или печатью юридического лица, с которым оценщик или оценщики заключили трудовой договор.

Новая редакция Федерального закона «Об оценочной деятельности в РФ» предусматривает резкое **повышение имущественной ответственности** при осуществлении оценочной деятельности. Законом предусматривается, что убытки, причиненные заказчику вследствие использования итоговой величины стоимости объекта оценки, указанной в отчете, подписанном оценщиками, подлежат возмещению в полном объеме за счет имущества оценщиков или за счет имущества юридического лица, с которым оценщик заключил договор.

Условия принятия на себя обязательства по дополнительному обеспечению обязанности оценщика возместить убытки, причиненные заказчику, юридическое лицо может указать в договоре.

Предусмотрено обязательное страхование ответственности оценщика при осуществлении оценочной деятельности, причем размер страховой суммы не может быть менее чем триста тысяч рублей. Страховым случаем по договору обязательной ответственности является установленный вступившим в силу решением арбитражного суда или признанный страховщиком факт причинения ущерба действиями оценщика в результате нарушения требований стандартов оценки.

Имущественная ответственность оценщика обеспечивается также саморегулируемой организацией из компенсационного фонда. Каждый оценщик должен внести взнос не менее 30 тыс. рублей. Основанием для обращения взыскания на компенсационный фонд считается установленный решением арбитражного суда или признанный страховщиком факт наступления страхового случая по договору обязательного страхования ответственности при определенных условиях, оговоренных в законе. Размер компенсационной выплаты за счет компенсационного фонда по требованию заказчиков либо третьих лиц к одному страховому случаю не может превышать шестисот тысяч рублей

Рис. 1

Потребители услуг по оценке бизнеса

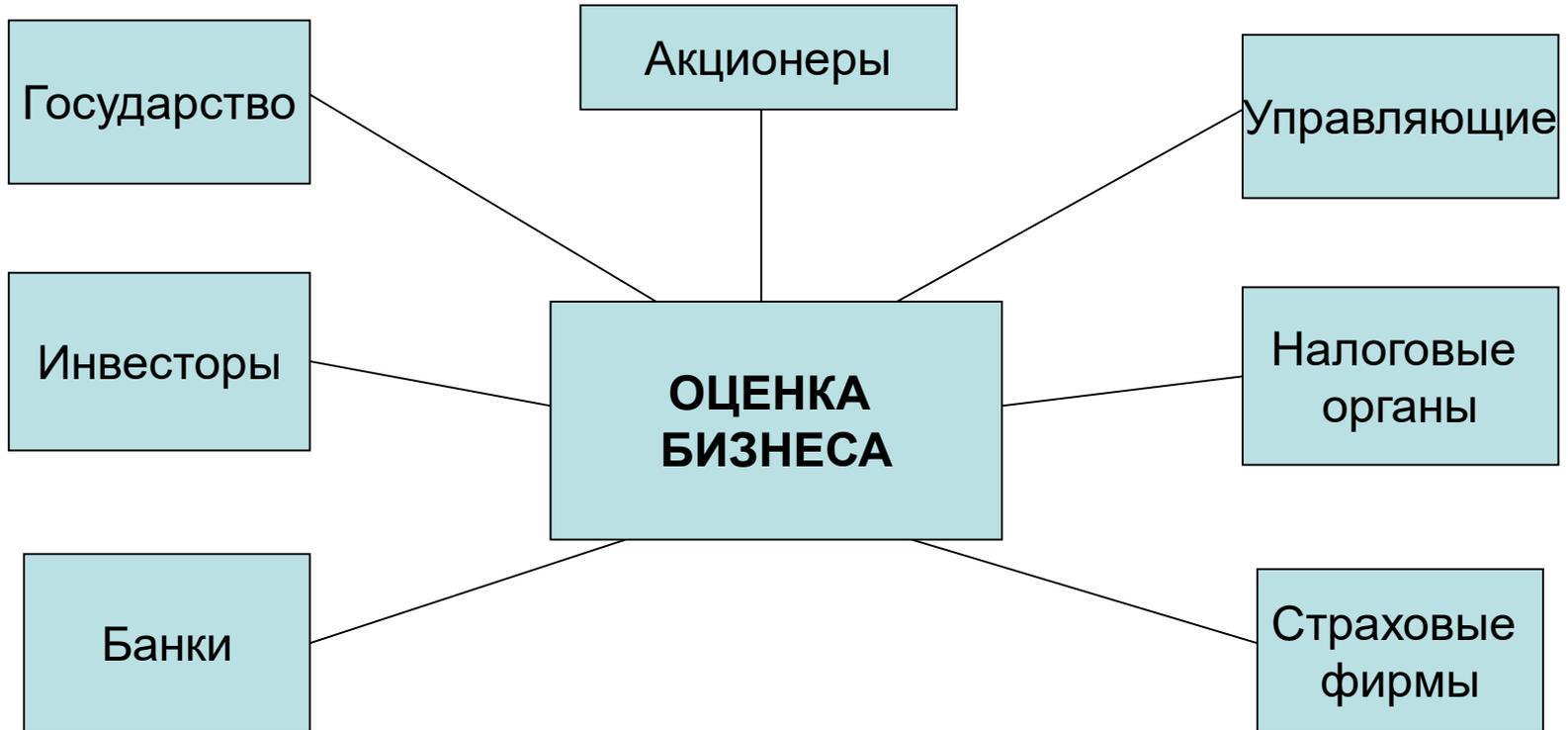


Рис. 2

Формы регулирования оценочной деятельности

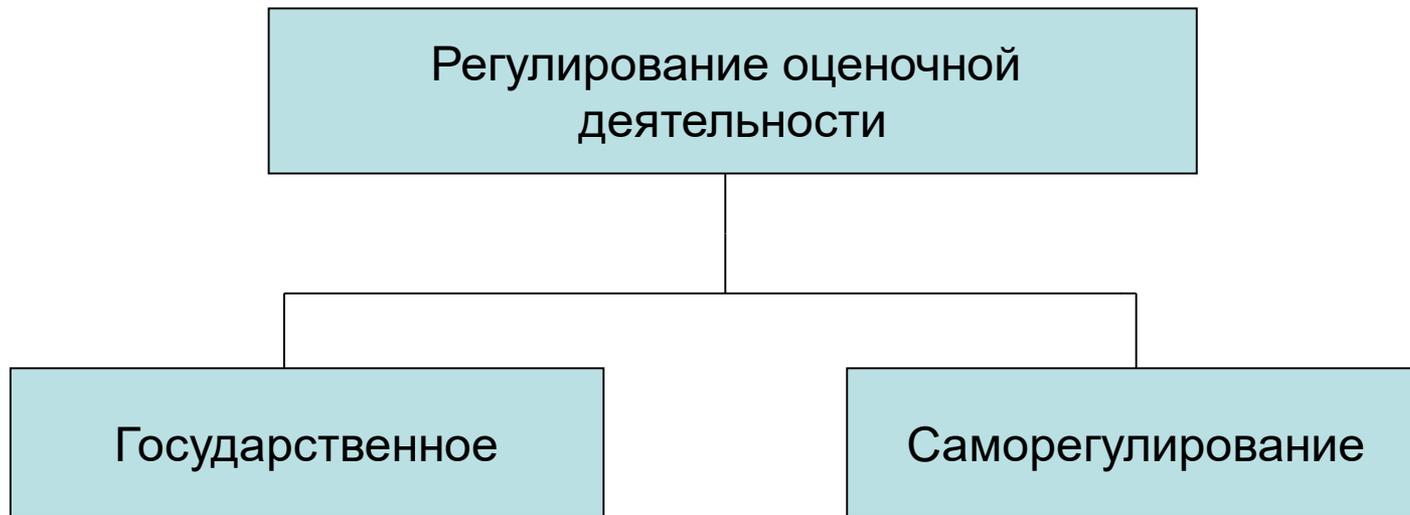


Рис. 3

Инструменты государственного регулирования

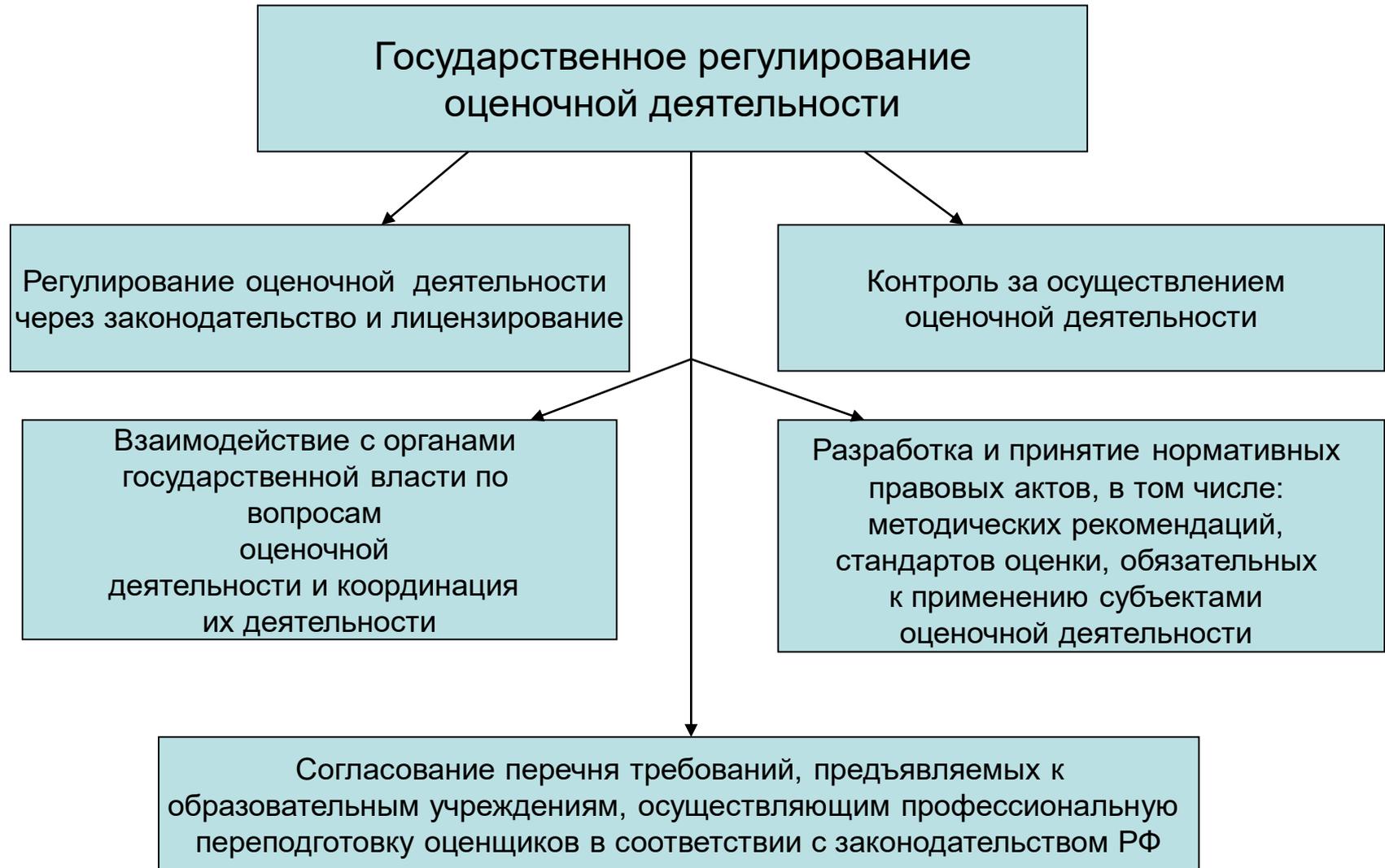


Рис. 4
Система регулирования оценочной деятельности

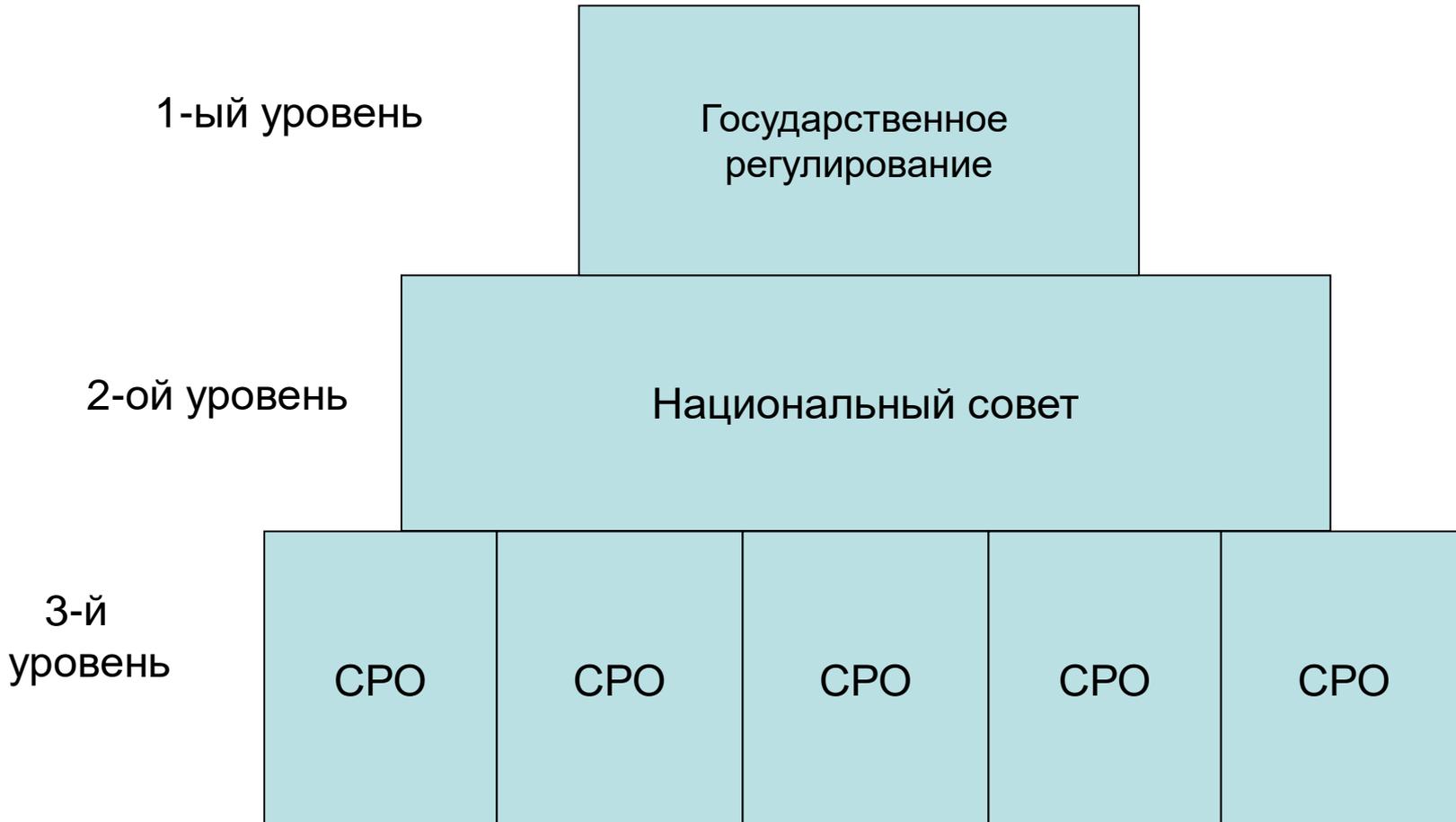
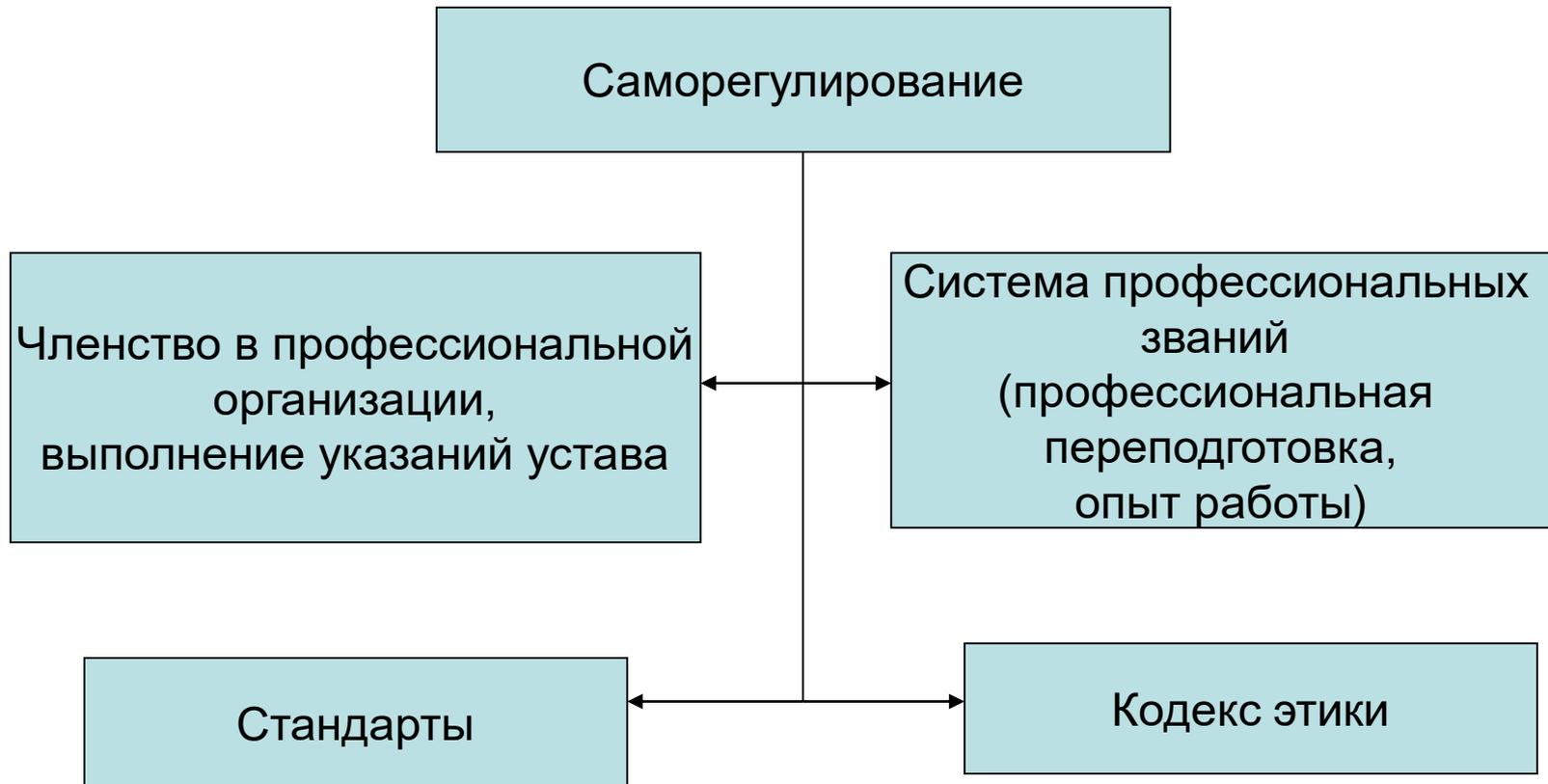


Рис. 5
Инструменты саморегулирования



Оценка стоимости при проведении реструктуризации компании

понятие реструктуризации

место и роль оценки в процессе реструктуризации компании

методы реструктуризации активов

оценка непрофильного бизнеса в процессе реструктуризации компании

оценка бизнеса при слияниях и поглощениях

В связи с постоянным развитием рыночной экономики бизнес компании также должен перестраиваться. Необходимость перестройки обуславливает процесс реструктуризации.

Реструктуризация представляет собой процесс изменения состава элементов, их функций, связей между ними при сохранении основных свойств объекта. Целью реструктуризации является изменение качественной специфики объекта ТВ соответствии с заданными параметрами для более успешного функционирования.

Реструктуризация представляет собой целенаправленный процесс, в результате которого происходят количественные и качественные изменения в элементах, формирующих как имущественный комплекс, так и ее бизнес, при этом данные изменения не являются частью повседневного делового цикла компании и направлены на увеличение ее стоимости.

Можно выделить следующие направления работ в ходе реструктуризации:

- реструктуризация элементов, формирующих имущественный комплекс компании (**реструктуризация активов и обязательств компании**);
- реструктуризация элементов, формирующих бизнес компании (**реструктуризация бизнес-единиц**).

Работа в рамках указанных направлений производится параллельно либо поэтапно. На первом этапе, как правило, осуществляется реструктуризация активов, а на втором – бизнес-единиц. Условно схема реструктуризации компании представлена на рис. 1

Первоочередными объектами, подлежащими реструктуризации, являются объекты, не участвующие (или не являются необходимыми) в текущем процессе осуществления хозяйственной деятельности компании. При этом содержание подобного объекта может приносить компании прямой или косвенный убыток, по сути, данный объект является «обременением», снижающим стоимость компании. Основным принципом отнесения объекта к числу объектов, подлежащих реструктуризации, является наличие доходности объекта ниже среднерыночной и отсутствие его необходимости для основного производства.

Все изменения стоимости компании могут быть выражены в виде определенного финансового результата. Исходя из того, что цель реструктуризации заключается в увеличении стоимости, процедура оценки позволяет получить информацию о возможном изменении данного финансового результата.

Оценка в рамках процесса реструктуризации представляет собой практический инструмент, позволяющий получить результат, на основании которого можно принимать оптимальные управленческие решения. В практической деятельности задача проведения оценки заключается в формулировании вывода о стоимости оцениваемого объекта с учетом возможных вариантов реструктуризации. При этом процесс оценки двунаправлен. С одной стороны, оценка позволяет получить информацию об изменении стоимости компании, на балансе которой находятся объекты, попадающие под реструктуризацию, с другой стороны, оценка

позволяет получить информацию о стоимости данных объектов, исходя из выбранных вариантов реструктуризации.

Цель оценки может быть определена исходя из конкретной ситуации. Как правило, конечной целью оценки в рамках реструктуризации является определение стоимости оцениваемого объекта, исходя из возможных вариантов его использования.

В большинстве случаев в ходе оценки определяется рыночная стоимость объекта. А может также определяться инвестиционная ликвидационная или фундаментальная стоимость.

В зависимости от возможных действий с объектами, подлежащими реструктуризации, можно выделить следующие методы реструктуризации активов. Методы, связанные с отчуждением актива, и методы, связанные с фиксацией актива на балансе (рис. 2).

Методы реструктуризации обязательств устанавливаются в зависимости от сущности объекта. Очевидно, что задачи реструктуризации дебиторской и кредиторской задолженности отличаются. По отношению к дебиторской задолженности задачей является достижение максимального экономического эффекта путем получения максимально возможной суммы от права требования. По отношению к кредиторской задолженности задачей является достижение максимального экономического эффекта путем минимизации издержек, связанных с ее погашением.

По отношению к дебиторской задолженности методами реструктуризации являются: продажа, переуступка права требования, погашение с дисконтом, отсрочка или рассрочка, списание, взаимозачет. По отношению к кредиторской задолженности методы реструктуризации – списание, отсрочка или рассрочка долга с последующим списанием, признание задолженности недействительной (рис. 3).

Критериями выбора объектов долгосрочных финансовых вложений, подлежащих реструктуризации являются: потенциальный интерес для компании, «потенциальная» доходность объекта, «контролируемость» объекта компании.

Вариантами реструктуризации объектов долгосрочных финансовых вложений являются:

- 1) реализация;
- 2) инвестиции в объект долгосрочных финансовых вложений (если компания контролирует объект) с целью увеличения стоимости и последующая реализация;
- 3) фиксация на балансе, установление четкой и прозрачной схемы формирования финансовых потоков, последующее выделение в иное юридическое лицо;
- 4) выход из общества, возвращение на баланс вложенного имущества с последующей реализацией;
- 5) прочее.

Реструктуризация компании предполагает **реструктуризацию непрофильного бизнеса**. Вариантами реструктуризации непрофильного бизнеса являются:

- 1) консервация;
- 2) выделение в отдельное юридическое лицо с последующей фиксацией на балансе как объекта долгосрочных финансовых вложений;
- 3) выделение в отдельное юридическое лицо и последующая реализация;
- 4) выделение в отдельное юридическое лицо и последующая сдача в аренду;
- 5) реализация непрофильного бизнеса через распродажу активов по рыночной стоимости;
- 6) ликвидация;
- 7) прочее.

Одним из мотивов реструктуризации бизнеса является получение синергетического эффекта. **Синергетический эффект** – мультипликационный рост активов и финансовых результатов объединяющихся компаний (рис. 4). Различают операционный и финансовый синергетические эффекты. **Операционный** синергетический эффект представляет собой непропорциональное улучшение различных функций бизнеса. Операционная синергия возникает в результате общего улучшенного менеджмента путем экономии на масштабе, экономии на бизнесе и более широких возможностей роста.

Финансовая синергия позволяет получить непропорциональные эффекты, выражающиеся в формировании или привлечении капитала и снижении затрат на капитал. Финансовая синергия приводит к снижению делового и финансового риска, позволяет получить экономию на налоге на прибыль.

Для расчета экономического эффекта от слияния можно использовать финансовую модель на основе дисконтированного денежного потока или метода экономической добавленной стоимости (EVA) или метода опционов или чистой текущей стоимости.

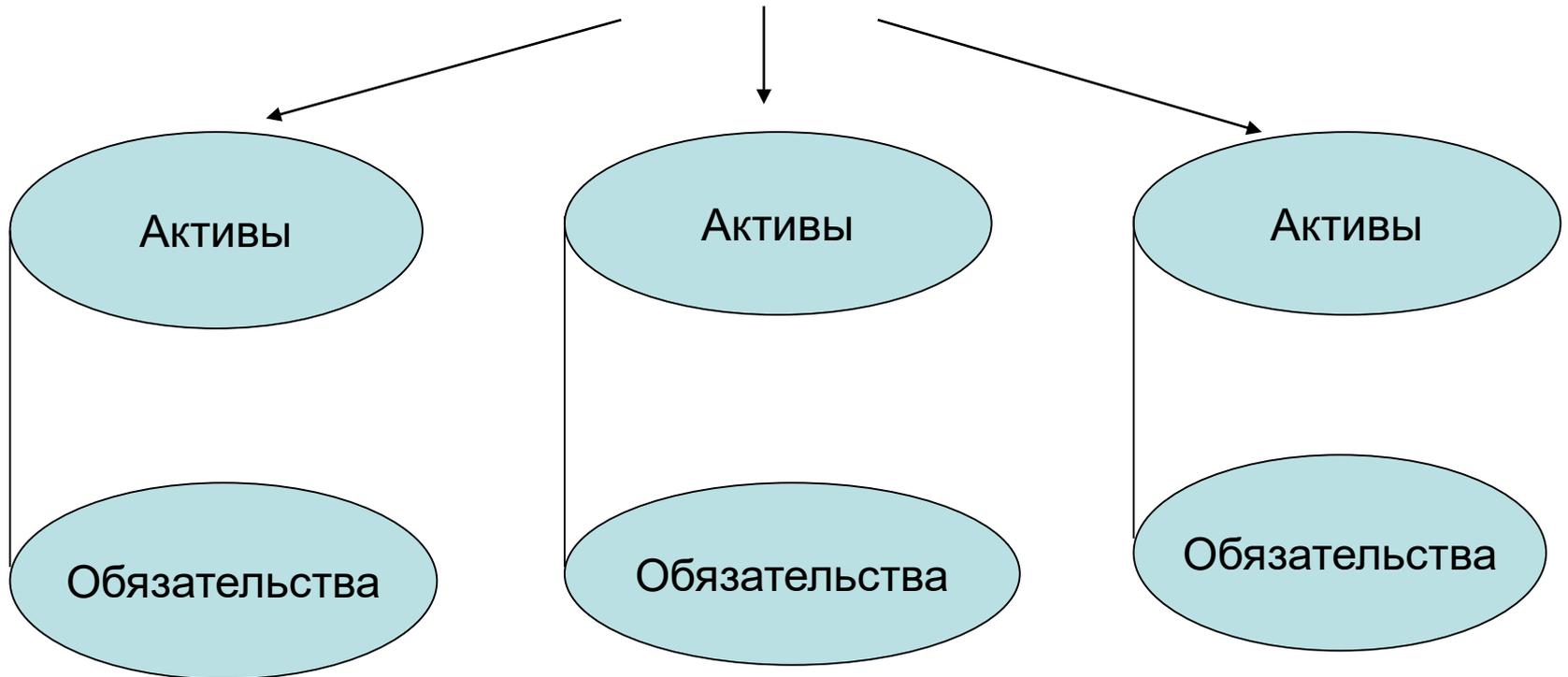
Типичными ошибками в оценке компании в процессе реструктуризации являются:

- нарушения принципов финансовой модели;
- переоценка эффекта синергии путем дублирования эффектов, сверхоптимизма по оценке величины дохода и времени его получения.

Рис. 1

Схема реструктуризации компании

КОМПАНИИ



Имущественный
комплекс 1

Имущественный
комплекс 2

Имущественный
комплекс 3

Рис. 2

Методы реструктуризации активов



Рис. 3

Методы реструктуризации обязательств

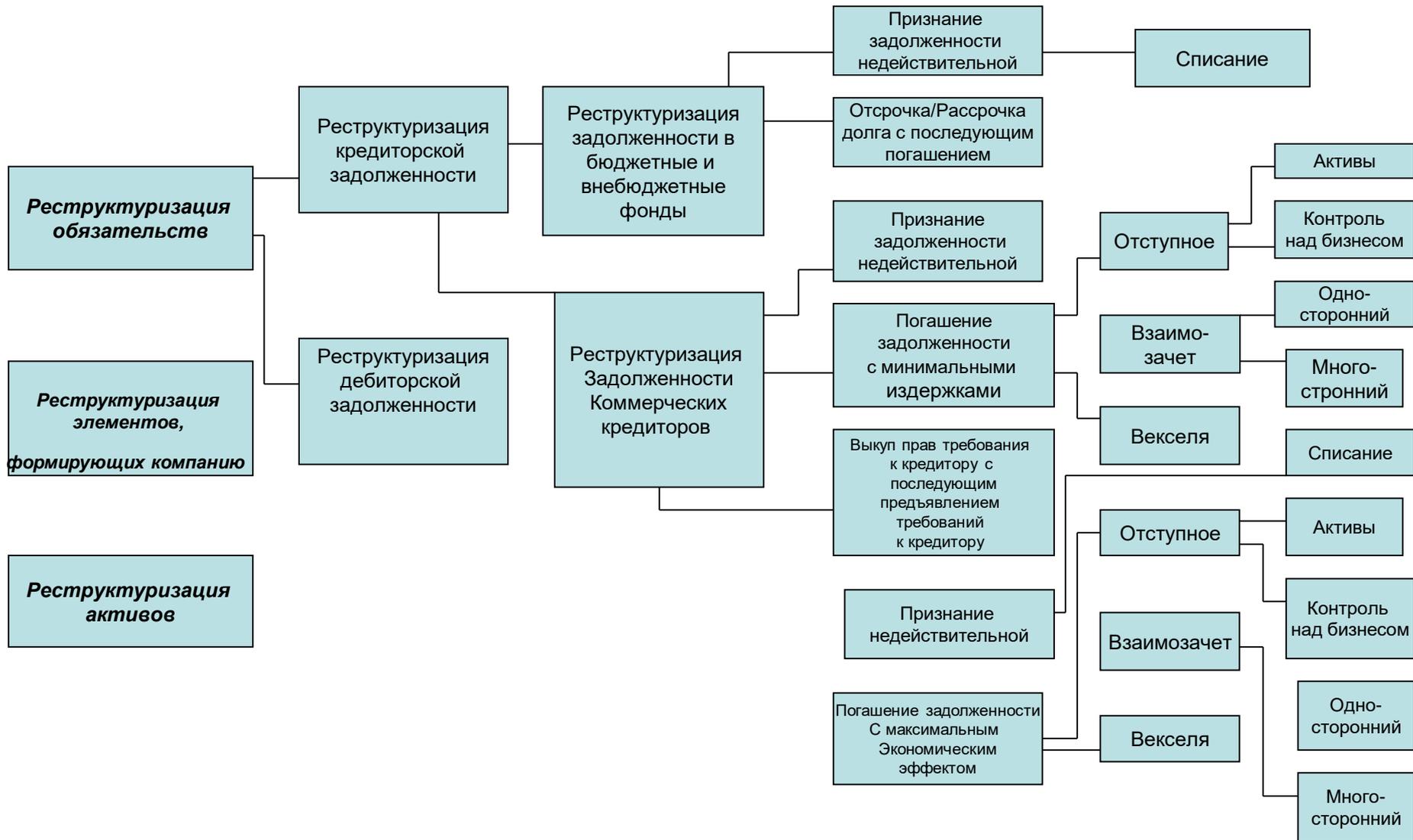
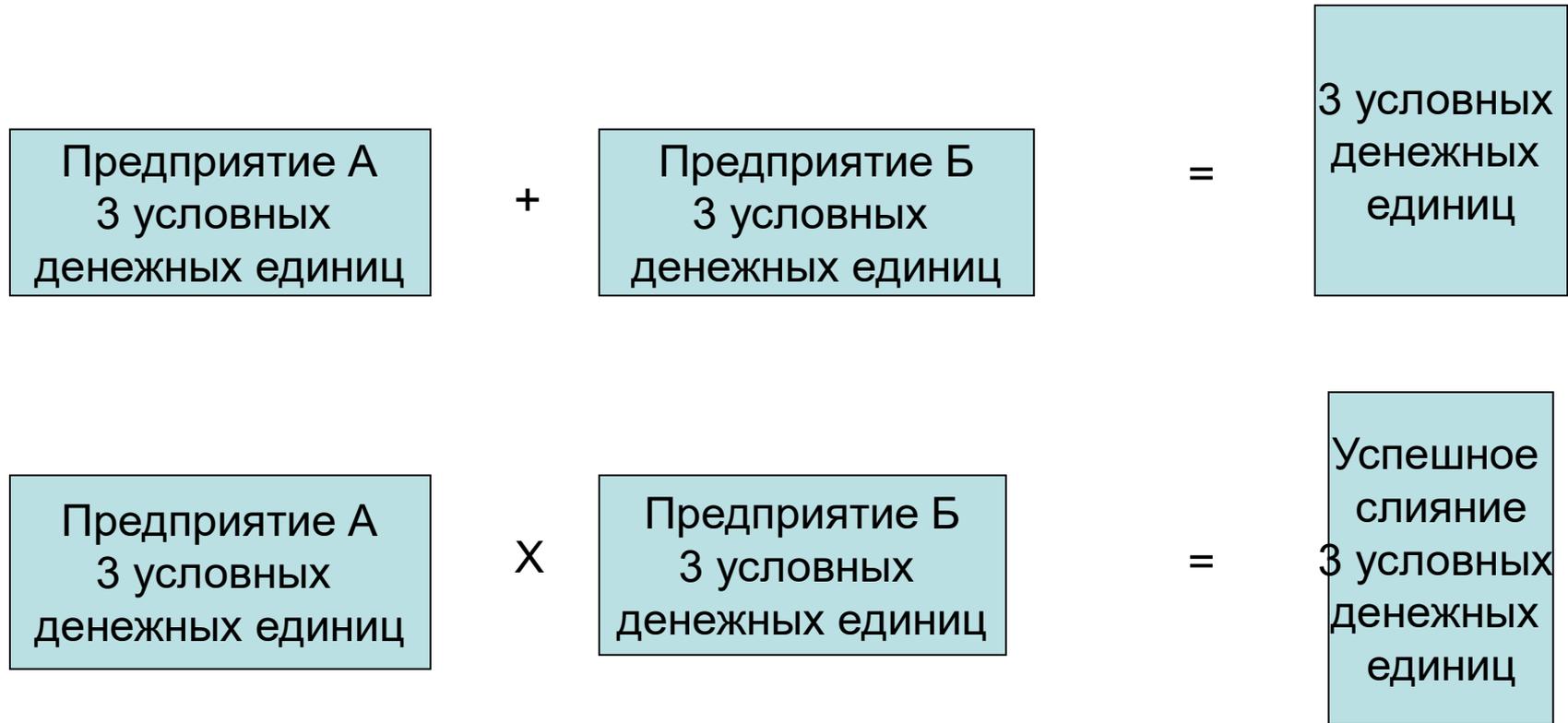


Рис. 4

Синергетический эффект объединения предприятий



Синергия – мультипликационный эффект соединения активов, управленческих команд и финансовых ресурсов объединяемых предприятий

Рис. 5 Типы синергии

Признаки	Операционная синергия	Финансовая синергия
Выгоды, получаемые объединенной компанией	<p>Снижение делового риска за счет:</p> <ul style="list-style-type: none"> - снижения волатильности выручки и денежных потоков; - товарной и территориальной диверсификации 	<p>Снижение финансового риска за счет:</p> <ul style="list-style-type: none"> - улучшения покрытия обязательств; -роста кредитоспособности; - снижения стоимости формирования и привлечения капитала
Источник выгод	Улучшение управляющей команды	Комбинация финансового капитала
Результат	Непропорциональное улучшение различных функций бизнеса	Снижение финансового риска и получение более дешевых финансовых ресурсов

2.4. Оценка стоимости предприятия на переломных этапах развития бизнеса

понятие реструктуризации

место и роль оценки в процессе реструктуризации компании

методы реструктуризации активов

оценка непрофильного бизнеса в процессе реструктуризации компании

оценка бизнеса при слияниях и поглощениях

оценка в системе антикризисного управления

В связи с постоянным развитием рыночной экономики бизнес компании также должен перестраиваться. Необходимость перестройки обуславливает процесс реструктуризации.

Реструктуризация представляет собой процесс изменения состава элементов, их функций, связей между ними при сохранении основных свойств объекта. Целью реструктуризации является изменение качественной специфики объекта в соответствии с заданными параметрами для более успешного функционирования.

Реструктуризация представляет собой целенаправленный процесс, в результате которого происходят количественные и качественные изменения в элементах, формирующих как имущественный комплекс, так и ее бизнес, при этом данные изменения не являются частью повседневного делового цикла компании и направлены на увеличение ее стоимости.

Различают два основных способа реструктуризации: сжатие и расширение. **Сжатие** – это продажа подразделений, отдельных активов или отделение самостоятельных бизнесов.

Расширение осуществляется путем слияний и поглощений.

Можно выделить следующие направления работ в ходе реструктуризации:

- реструктуризация элементов, формирующих имущественный комплекс компании (**реструктуризация активов и обязательств компании**);
- реструктуризация элементов, формирующих бизнес компании (**реструктуризация бизнес-единиц**).

Работа в рамках указанных направлений производится параллельно либо поэтапно. На первом этапе, как правило, осуществляется реструктуризация активов, а на втором – бизнес-единиц. Условно схема реструктуризации компании представлена на рис. 1

Первоочередными объектами, подлежащими реструктуризации, являются объекты, не участвующие (или не являются необходимыми) в текущем процессе осуществления хозяйственной деятельности компании. При этом содержание подобного объекта может приносить компании прямой или косвенный убыток, по сути, данный объект является «обременением», снижающим стоимость компании.

Основным принципом отнесения объекта к числу объектов, подлежащих реструктуризации, является наличие доходности объекта ниже среднерыночной и отсутствие его необходимости для основного производства.

Все изменения стоимости компании могут быть выражены в виде определенного финансового результата. Исходя из того, что цель реструктуризации заключается в увеличении стоимости, процедура оценки позволяет получить информацию о возможном изменении данного финансового результата.

Оценка в рамках процесса реструктуризации представляет собой практический инструмент, позволяющий получить результат, на основании которого можно принимать оптимальные управленческие решения. В практической деятельности задача проведения оценки заключается в формулировании вывода о стоимости оцениваемого объекта с учетом возможных вариантов реструктуризации. При этом процесс оценки двунаправлен. С одной стороны, оценка позволяет получить информацию об изменении стоимости компании, на балансе которой находятся объекты, попадающие под реструктуризацию, с

другой стороны, оценка позволяет получить информацию о стоимости данных объектов, исходя из выбранных вариантов реструктуризации.

Оценка стоимости компании проводится на разных этапах реструктуризации бизнеса. В первую очередь определяется рыночная стоимость бизнеса в его текущем состоянии (стоимость «как есть»). Далее выявляются внутренние возможности улучшения бизнеса и их влияние на стоимость компании. После этого определяется целесообразность определения отдельных бизнесов и продажи избыточных активов и вновь рассчитывается потенциальная стоимость бизнеса. На следующем этапе определяются возможности роста путем финансовой реструктуризации и вновь рассчитывается итоговая потенциальная стоимость компании (рис. 2).

Цель оценки может быть определена исходя из конкретной ситуации. Как правило, конечной целью оценки в рамках реструктуризации является определение стоимости оцениваемого объекта, исходя из возможных вариантов его использования.

В большинстве случаев в ходе оценки определяется рыночная стоимость объекта. Может также определяться инвестиционная, ликвидационная или фундаментальная стоимость.

В зависимости от возможных действий с объектами, подлежащими реструктуризации, можно выделить следующие методы реструктуризации активов: методы, связанные с отчуждением актива, и методы, связанные с фиксацией актива на балансе (рис. 3).

Методы реструктуризации обязательств устанавливаются в зависимости от сущности объекта. Очевидно, что задачи реструктуризации дебиторской и кредиторской задолженности отличаются. По отношению к дебиторской задолженности задачей является достижение максимального экономического эффекта путем получения максимально возможной суммы от права требования. По отношению к кредиторской задолженности задачей является достижение максимального экономического эффекта путем минимизации издержек, связанных с ее погашением.

По отношению к дебиторской задолженности методами реструктуризации являются: продажа, переуступка права требования, погашение с дисконтом, отсрочка или рассрочка, списание, взаимозачет. По отношению к кредиторской задолженности методы реструктуризации – списание, отсрочка или рассрочка долга с последующим списанием, признание задолженности недействительной (рис. 4).

Критериями выбора объектов долгосрочных финансовых вложений, подлежащих реструктуризации являются: потенциальный интерес для компании, «потенциальная» доходность объекта, «контролируемость» объекта компании.

Вариантами реструктуризации объектов долгосрочных финансовых вложений являются:

- 1) реализация;
- 2) инвестиции в объект долгосрочных финансовых вложений (если компания контролирует объект) с целью увеличения стоимости и последующая реализация;
- 3) фиксация на балансе, установление четкой и прозрачной схемы формирования финансовых потоков, последующее выделение в иное юридическое лицо;
- 4) выход из общества, возвращение на баланс вложенного имущества с последующей реализацией;
- 5) прочее.

Реструктуризация компании предполагает **реструктуризацию непрофильного бизнеса.**

Вариантами реструктуризации непрофильного бизнеса являются:

- 1) консервация;
- 2) выделение в отдельное юридическое лицо с последующей фиксацией на балансе как объекта долгосрочных финансовых вложений;
- 3) выделение в отдельное юридическое лицо и последующая реализация;
- 4) выделение в отдельное юридическое лицо и последующая сдача в аренду;
- 5) реализация непрофильного бизнеса через распродажу активов по рыночной стоимости;
- 6) ликвидация;

7) прочее.

Одним из мотивов реструктуризации бизнеса при слияниях и поглощениях является рост стоимости для акционеров путем получения синергетического эффекта. **Синергетический эффект** – мультипликационный рост активов и финансовых результатов объединяющихся компаний (рис. 5). Различают операционный и финансовый синергетические эффекты. **Операционный** синергетический эффект представляет собой непропорциональное улучшение различных функций бизнеса. Операционная синергия возникает в результате общего улучшенного менеджмента путем экономии на масштабе, экономии на бизнесе и более широких возможностей роста.

Финансовая синергия позволяет получить непропорциональные эффекты, выражающиеся в формировании или привлечении капитала и снижении затрат на капитал. Финансовая синергия приводит к снижению делового и финансового риска, позволяет получить экономию на налоге на прибыль (рис. 6).

Для расчета экономического эффекта от слияния можно использовать финансовую модель на основе дисконтированного денежного потока или метода экономической добавленной стоимости (EVA) или метода опционов или чистой текущей стоимости.

Типичными ошибками в оценке компании в процессе реструктуризации являются:

- чрезмерно оптимистичная оценка потенциала сделки;
- переоценка эффекта синергии путем дублирования эффектов;
- сверхоптимизм по оценке величины дохода и времени его получения.

С развитием рыночных отношений возрастает значимость оценки стоимости компании в целях антикризисного управления. **Антикризисное управление** – это система взаимосвязанных методов и приемов управления предприятием, направленная на предупреждение или устранение неблагоприятных для бизнеса кризисных явлений.

Процедура банкротства (одна из форм антикризисного управления) накладывает определенный отпечаток на процедуру оценки стоимости несостоятельного предприятия. Особое значение имеет оценка имущества должника. Оценка имущества в системе антикризисного управления предполагает расчет различных видов стоимости: рыночной, ликвидационной, инвестиционной и др.

Величина рыночной стоимости действующего предприятия значительно отличается от величины ликвидационной стоимости. В первом случае стоимость компонентов предприятия определяется на основе их вклада в общий бизнес, т.е. предприятие оценивается как единое целое, потенциально прибыльное в будущем. Во втором случае происходит реализация отдельных видов активов предприятия по цене значительно ниже рыночной, поскольку в большинстве случаев использование метода ликвидационной стоимости подразумевает продажу активов в сжатые сроки.

Рыночная стоимость широко используется в практике антикризисного управления, т.к. антикризисный управляющий должен начинать свою деятельность на кризисном предприятии с выяснения рыночной стоимости данного имущественного комплекса и отдельных его элементов.

Инвестиционную стоимость преимущественно определяют на стадии внешнего управления. В такой ситуации предприятие чаще всего покупает не набор активов, а будущие доходы, которые предприятие сможет принести ему через определенный период времени.

Если предприятие находится на стадии конкурсного производства, целесообразно рассчитывать ликвидационную стоимость. При расчете ликвидационной стоимости необходимо, во-первых, определить выручку от продажи активов предприятия, а, во-вторых, рассчитать затраты на его ликвидацию.

Разность между этими двумя компонентами и представляет собой величину ликвидационной стоимости предприятия.

Оценка стоимости кризисного предприятия осуществляется на основе трех подходов: доходного, затратного и сравнительного.

На стадии внешнего управления первостепенное значение для определения вариантов сценария развития предприятия имеет метод дисконтированных денежных потоков. При этом оценка стоимости выступает как критерий эффективности принятия управленческих решений, так как применение различных антикризисных мер может по-разному повлиять на стоимость предприятия.

При оценке кризисного предприятия может быть применен и метод реальных опционов. Затратный подход применяется для оценки кризисного предприятия с точки зрения понесенных издержек. Метод ликвидационной стоимости применяется на стадии конкурсного производства для определения размера конкурсной массы, которая формируется в результате реализации имущества.

Какую помощь оказывает оценка стоимости арбитражному управляющему на разных стадиях процедуры арбитражного управления?

На этапе наблюдения на основании проведенной оценки можно определить размер конкурсной массы, и сопоставив ее с задолженностью предприятия, обосновать наличие или отсутствие возможности восстановления платежеспособности предприятия-должника.

На этом этапе оценка стоимости имущества должника необходима для реализации части имущества с целью покрытия судебных издержек и расходов на вознаграждение арбитражным управляющим.

На стадии внешнего управления оценка стоимости используется при составлении плана внешнего управления.

На этапе конкурсного производства результаты оценки помогают определить реальный срок конкурсного производства, исходя из совокупности сроков продажи всех принадлежащих предприятию-должнику активов, а также приблизительные размеры конкурсной массы, которая формируется в результате реализации имущества (рис. 7).

Рис. 1

Схема реструктуризации компании

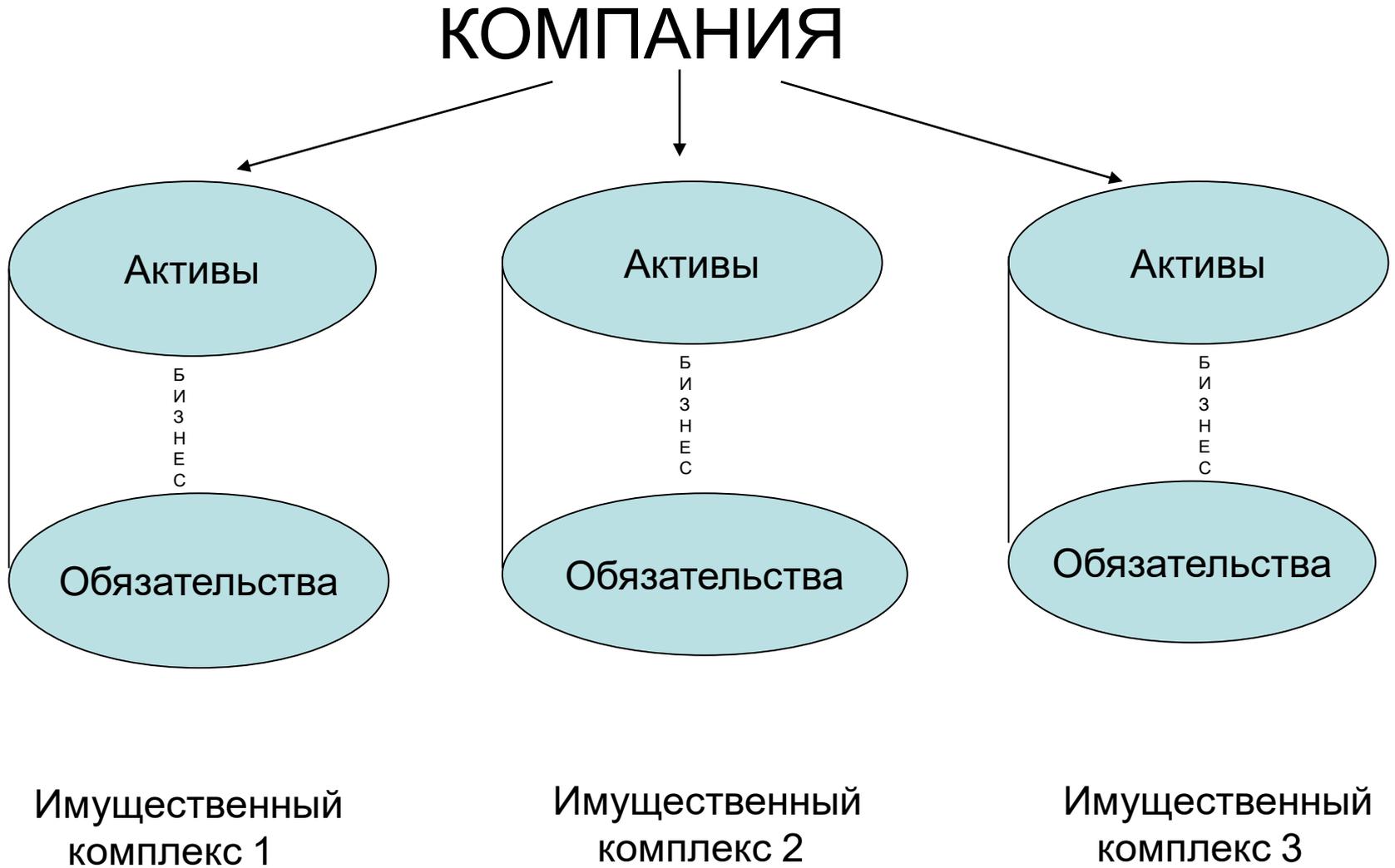


Рис. 2

Оценка в системе реструктуризации компании

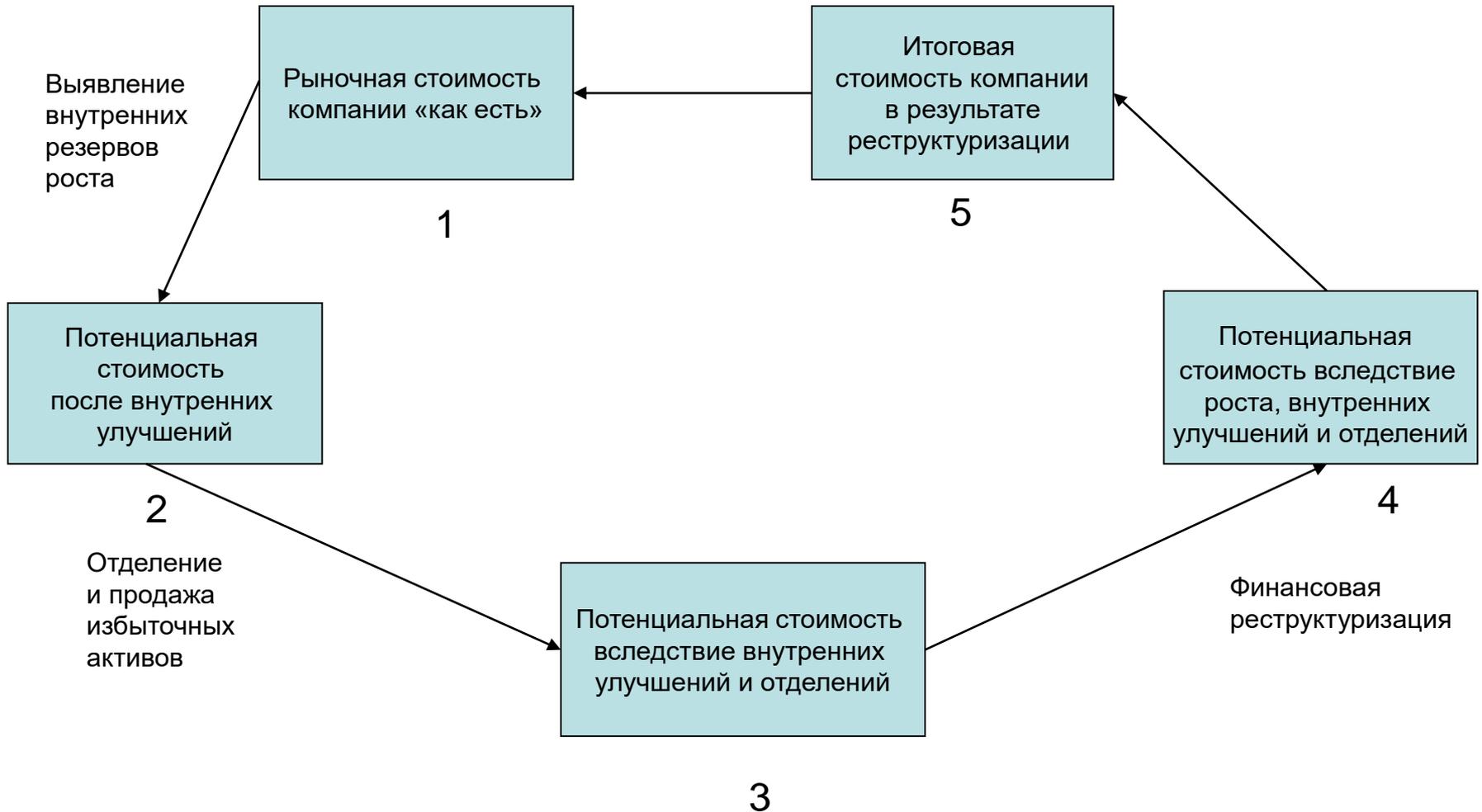


Рис. 3

Методы реструктуризации активов



Рис. 4

Методы реструктуризации обязательств

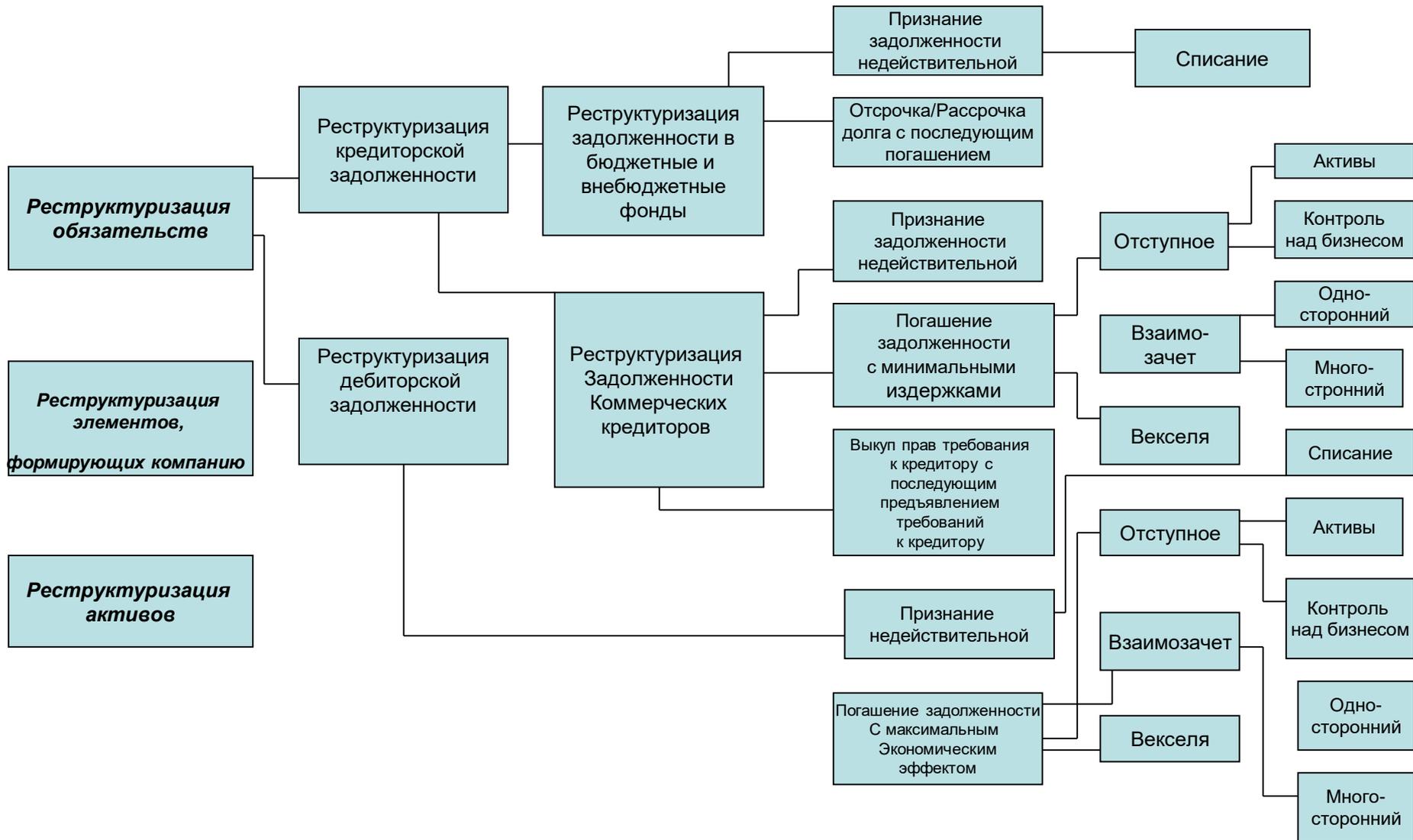
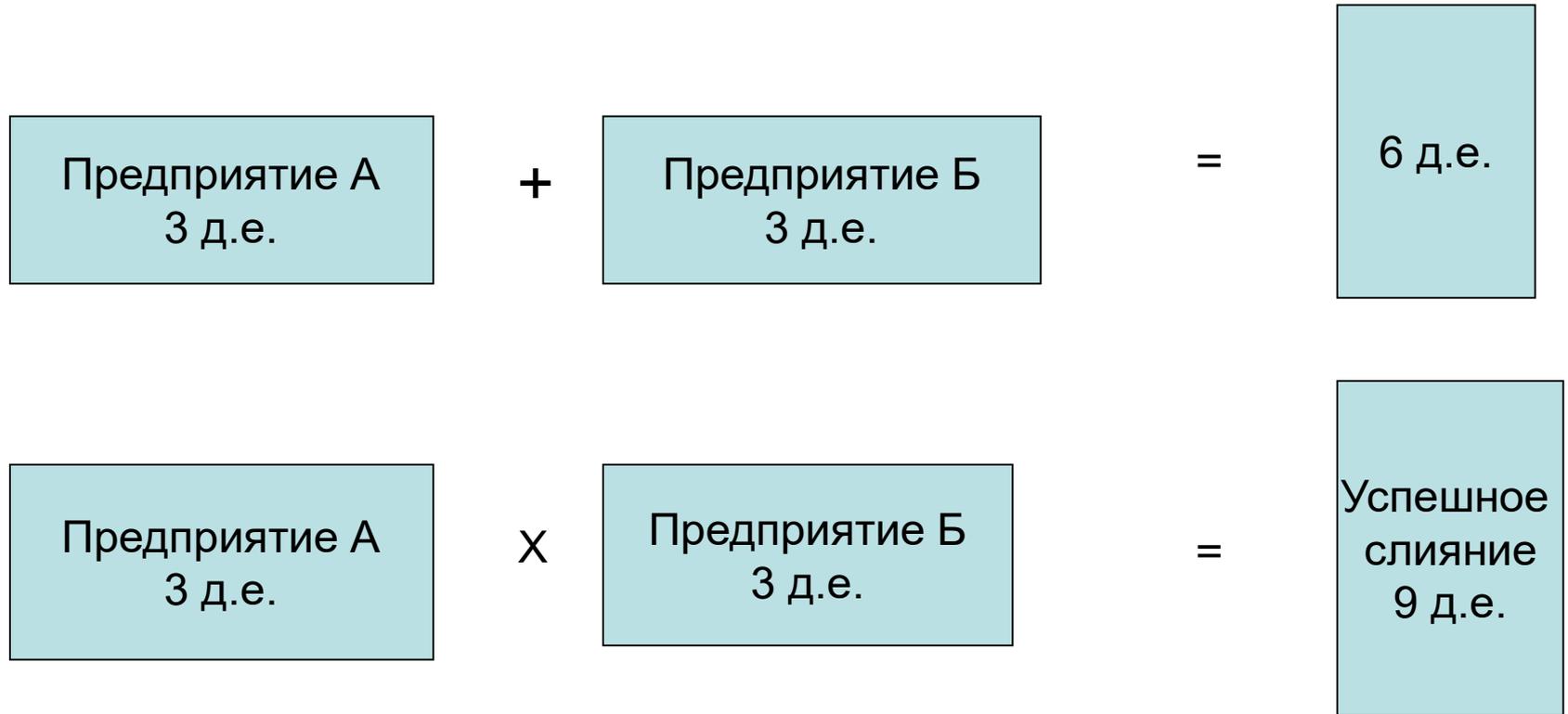


Рис. 5

Синергетический эффект от объединения предприятий



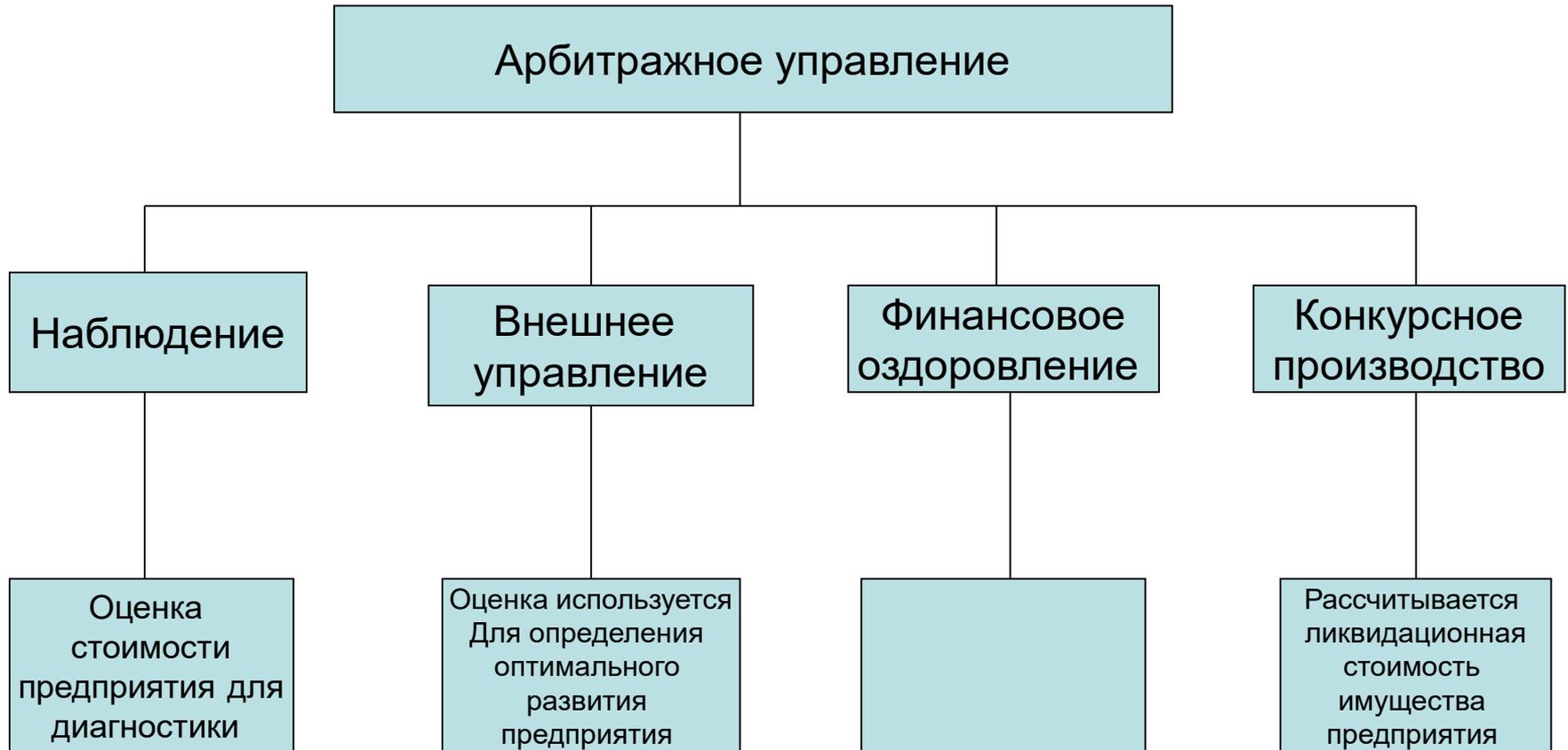
Синергия – мультипликационный эффект соединения активов, управленческих команд и финансовых ресурсов объединяемых предприятий

Рис. 6 Типы синергии

Признак	Операционная синергия	Финансовая синергия
Выгоды, получаемые объединенной компанией	<p>Снижение делового риска за счет:</p> <ul style="list-style-type: none"> - снижения волатильности выручки и денежных потоков; - товарной и территориальной диверсификации 	<p>Снижение финансового риска за счет:</p> <ul style="list-style-type: none"> - улучшения покрытия обязательств; -роста кредитоспособности; - снижения стоимости формирования и привлечения капитала
Источник выгод	Улучшение управляющей команды	Комбинация финансового капитала
Результат	Непропорциональное улучшение различных функций бизнеса	Снижение финансового риска и получение более дешевых финансовых ресурсов

Рис. 7

Место оценки в системе арбитражного управления



Оценка стоимости интеллектуального капитала

интеллектуальный капитал

человеческий капитал

структурный капитал

факторы, влияющие на стоимость интеллектуального капитала

Актуальными на практике считаются проблемы управления коммерческим использованием интеллектуального капитала, так как от степени решения этих проблем зависит усиление конкурентных преимуществ компании, инновационной и инвестиционной составляющей.

Стоимостная модель интеллектуального капитала, как отмечается в большинстве литературных источников, посвященных данной проблеме имеет следующий вид:

$$V_{ic} = V_c - (V_A - V_{iA}), \text{ где}$$

V_{ic} – стоимость интеллектуального капитала,

V_c – рыночная стоимость компании

V_A – итог баланса

V_{iA} – стоимость нематериальных активов в составе балансовой стоимости

В структуре интеллектуального капитала выделяются различные составляющие (рис.1). В качестве отдельной, ключевой составляющей считается человеческий капитал. Термин «человеческий капитал» введен в научный оборот в 60-ые, причем именно в связи с экономикой знаний. Человеческий капитал – это обученная рабочая сила, контракты с высококвалифицированными специалистами в той среде, к которой относится бизнес, хороший менеджмент, т.е. объединенные знания, навыки. Человеческий капитал не отражается в составе активов фирмы, так как он фирме не принадлежит.

Второй элемент интеллектуального капитала – структурный капитал. Это наиболее разнородная часть интеллектуального капитала, включающая в себя:

- рыночный (клиентский) капитал;
- организационный капитал, представленный инновационным и процессным (программное обеспечение и базы данных). В наибольшей степени структурный капитал соответствует тому, что называется нематериальные активы.

К рыночному (клиентскому) капиталу принято относить в рамках теории интеллектуального капитала: товарные знаки и знаки обслуживания, фирменные наименования, деловую репутацию, наличие постоянных покупателей, повторные контракты с клиентами. Понятие «клиентский капитал» активно используется с 1993г.

Факторы, влияющие на стоимость интеллектуального капитала, могут влиять как в сторону повышения, так и понижения. Фактор повышения стоимости интеллектуального капитала:

1. Способность расширения – состоит в том, что элементы интеллектуального капитала можно многократно использовать без уменьшения полезности. Характеризуются «возрастающим эффектом масштаба», когда ценность увеличивается по мере их использования.

2. Сетевые эффекты. Выгоды на сетевых рынках возрастают с размером сети.

Факторы, понижающие стоимость интеллектуального капитала:

1. «Частичная исключаемость». Невозможность полностью исключить остальных экономических агентов от использования интеллектуального капитала снижает его ценность для собственника.

2. Повышенный риск, присущий интеллектуальному капиталу

3. Асимметричность информации с рынков компонентов интеллектуального капитала (Лев. Берух Нематериальные активы: управление, изменения отчетности М: Квинто-Консалдинг, 2003)

Причины оценки интеллектуального капитала:

1. Необходимость определения стратегии развития предприятия. Проблемы формирования и использования интеллектуальных ресурсов тесно связаны с эффективностью реализации инновационных проектов и программ.
2. Оценка эффективности управления интеллектуальными ресурсами.
3. Определение рыночной стоимости компании с учетом интеллектуального капитала.

В литературе, посвященной проблемам оценки интеллектуального капитала, выделяются следующие основные группы (рис.2):

1. Методы прямого измерения интеллектуального капитала. Они основаны на непосредственной денежной оценке различных составляющих интеллектуального капитала:

а) The Value Explorer (Andriesses and Fissen, 2000) – методика учета, предложенная KPMG для вычисления и распределения стоимости интеллектуального капитала между пятью видами активов: активами; навыками и неявными значениями; коллективными ценностями и нормами; технологиями и явными знаниями; основными и управленческими процессами.

б) Technology Broker (Brooking, 1995) – предполагается оценка денежной стоимости компонентов интеллектуального капитала: рыночных активов, интеллектуальной собственности, человеческих активов и инфраструктурных активов.

2. Методы рыночной капитализации (market capitalization methods).

а) Market – to – Book Value (Stewart, 1997). Стоимость интеллектуального капитала компании определяется как разница между рыночной и балансовой стоимостями.

б) Tobin's Q (Stewart 1997). Показатель – отношение рыночной стоимости к стоимости замещения активов фирмы.

в) Investors assigned market value (Standfield 1998). Действительная стоимость компании (рыночная стоимость) представлена физическим капиталом + (реализованным интеллектуальным капиталом + эрозией интеллектуального капитала + устойчивыми конкурентными преимуществами).

3. Метод рентабельности активов (return on assets methods). Дополнительная эффективность, которую генерирует интеллектуальный капитал, рассчитывается как разница между среднеотраслевой рентабельностью активов и рентабельностью предприятия.

а) Economic value added (Stewart 1997) – экономическая добавленная стоимость.

б) knowledge capital Earnings (Lev, 1999) – рассчитывается как доля нормированной прибыли, превышающей отдельные доходы, связанные с балансовыми активами.

4. Индикаторные методы (scorecard methods). Оценка в денежной форме не осуществляется, но определяются различные индикаторы, которые влияют на величину интеллектуального капитала.

а) Skandia Navigator (Edvinsson and Malone 1997) интеллектуальный капитал оценивается через анализ 164 индикаторов.

б) Intangible asset Monitor (Sveiby, 1987). Выбираются индикаторы на основе стратегических целей фирмы для оценки четырех аспектов создания новой стоимости с помощью интеллектуального капитала: рост, обновление, эффективность, сокращение риска.

Большинство ранних методов оценки интеллектуального капитала принадлежит к сфере субъективной, внутрифирменной диагностики для целей принятия управленческих решений. Данные модели в массе своей требуют детальной информации о внутренних процессах и базируются в основном на оценочных суждениях руководства.

Модель VAIC (Value Added Intellectual Coefficient) была создана в 1998 году итальянским экономистом Пуликом для целей анализа менеджерами компании текущей стоимости интеллектуального капитала компании, а также для более эффективного мониторинга акционерами компании добавленной стоимости, возникающей при использовании каждой единицы ресурсов компании. Основной идеей данной модели является оценка стоимости интеллектуального капитала компании, путем оценки не только размера приносимого им добавочного дохода, но и способности каждого из элементов интеллектуального капитала

компания генерировать добавочную стоимость, что в дальнейшем влияет на прибыль, а соответственно и на стоимость компании и в целом.

Модель интеллектуального коэффициента добавленной стоимости (VAIC)¹ предоставляет легко рассчитываемый, стандартизированный показатель для проведения сравнительного анализа между компаниями и странами. Для вычисления данного показателя необходимо:

- вычислить добавленную стоимость (VA) по формуле

$$VA = S - B - DP = W + I + T + NI$$

где S – чистая выручка от продаж, B – себестоимость продукции, DP – амортизация, W – заработная плата, I – процентные платежи, T – налоги, NI – чистая прибыль.

- вычислить инвестированный капитал (CE) = физический капитал + финансовые активы
- вычислить человеческий капитал (HU) как сумму затрат на сотрудников
- вычислить структурный капитал (SC) как разницу между добавленной стоимостью и человеческим капиталом

$$SC = VA - HU$$

- рассчитать значение коэффициента VAIC как сумму его трех основных компонентов:
 - $VACA = VA/CE$
 - $VAHU = VA/HU$
 - $STVA = SC/VA$

В данном случае VACA – это индикатор эффективности использования инвестированного капитала; VAHU – индикатор эффективности использования человеческого капитала; STVA – индикатор эффективности структурного капитала. В итоге получаем интегрированный показатель:

$$VAIC = VACA + VAHU + STVA.$$

Данный показатель нельзя считать точной количественной оценкой эффективности использования интеллектуального капитала компании. Он рассчитывается на основании доступных внешним пользователям данных о компании и позволяет проводить разнообразные эмпирические исследования. Так, в ряде исследований выясняли наличие зависимости между эффективностью использования интеллектуального капитала, рассчитанной по VAIC, и финансовыми показателями деятельности компаний (ROE, EPS, дивиденды на акции и т.д.)², а также удалось установить наличие положительной, причем достаточно сильной корреляции между этими величинами³.

Представленные выше модели относятся к «первому поколению». Некоторые из них были впоследствии пересмотрены и усовершенствованы. На данный момент из применяемых специалистами-оценщиками на практике методов можно выделить IC-индекс, предложенный братьями Рус в 1997 году. Этот метод был разработан как внутренний инструмент управления для менеджеров, чтобы раскрыть и ясно сформулировать "скрытые" движущие силы долгосрочной деятельности организации. Индекс стремится наглядно отразить создание и преобразования интеллектуального капитала и его стоимости. IC-индекс принадлежит ко второму поколению методов оценки стоимости интеллектуального капитала и устраняет главный недостаток более ранних методов - он объединяет несколько методов оценки в организационный индекс интеллектуального капитала путем определения весов для всех используемых методов (индикаторов). Индекс позволяет менеджерам в полной мере судить об интеллектуальном капитале компании и оценивать его способность генерировать

¹ Pulic A. (2000), "VAIC – an accounting tool for IC management" //www.measuring-ip.at/Papers/ham99txt.htm

² Tan H. P., Plowman D., Hancock P. Intellectual capital and financial returns of companies//Journal of Intellectual Capital, No. 1, 2007, стр. 90

³ Chen M., Cheng S., Hwang Y. An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance// Journal of Intellectual Capital, No.2, 2005, стр. 154

доход. Кроме того, данный индекс отражает корреляцию преобразований интеллектуального капитала с изменениями в создании стоимости. Подход IC-индекса позволяет сравнивать как отдельные подразделения организации, так и самостоятельные организации. Однако, поскольку отдельные организации используют различные методы для оценки стоимости интеллектуального капитала (и для создания индексов), сравнения абсолютных значений индекса бессмысленны. Вместо этого можно сравнивать относительные изменения в индексе, которые отражают изменения в компонентах интеллектуального капитала.

Целостный стоимостной подход (holistic value approach - HVA)⁴ относится к 3-му поколению методов оценки стоимости интеллектуального капитала. Метод IVM (включённый в HVA) используется как "многомерная" система бухгалтерского учёта, которая оценивает и объединяет вклады стоимости финансовых и нематериальных активов в стоимость компании.

Кроме того, учитывается акционерная стоимость компании (стоимость для каждой группы акционеров). Чтобы первоначально идентифицировать ключевых акционеров (и инвесторов), выделить стратегические цели организации, роль, которую они играют, и стоимости, которые они создают, необходимы входные данные от более высокого уровня управления. Развитие иерархии стоимостей и оценки признаков может быть завершено только персоналом организации, поскольку это требует "погружения" в ежедневную, рутинную деятельность организации. Эта деятельность используется, чтобы идентифицировать два набора переменных для каждого акционера (и инвестора): первый - набор весов (долей), которые описывают относительную важность каждой цели для акционера (и инвестора); второй - поведение оценочных признаков (свойств).

Как только признаки стоимости идентифицированы, может быть проведена параллель. Найдена природа потоков и влияние между этими признаками, то есть идентифицированы пути создания стоимости бизнеса. Этот этап данного метода берёт свое начало от IC-индекса. Результат этого процесса - навигатор, который отображает реальное создание стоимости в организации. Стратегическое выравнивание - этап, соединяющий предыдущие этапы, когда индикаторы приложены к пути создания стоимости, и это означает выбор (определение) ключевых индикаторов эффективности деятельности организации для различных акций и денежных потоков в навигаторе. Это показывает, существует ли предварительная, ясно сформулированная стратегия, на которой основаны ключевые факторы успеха и индикаторы эффективности деятельности организации, которые также согласованы с путём создания стоимости на основе ежедневной текущей деятельности.

Другими словами, это обеспечивает настоящую проверку и стратегии компании, и путей создания стоимости. Бизнес-модели расценивают процессы, действия и выпуск продукции компании как генераторы стоимости и различают стоимость, произведённую внутри компании (её внутренними действиями) и стоимость, произведённую вне компании.

В то время как вычисления в финансовом измерении легки, вычисления в измерении стоимости - нет. Комбинации нематериальной стоимости выполняются с использованием стандартного набора комбинаторных правил и методов, совместимых с теорией оценки и аксиологией (теорией ценности), нормализованных на отрезке $[0; 1]$, где 0 означает, что ни один нематериальный актив не создал какой-либо стоимости (для организации), а 1 - что все нематериальные активы создали стоимость. Нахождение внутри отрезка указывает на необходимость составления другой комбинации нематериальных активов (чем ближе к 0, тем острее эта необходимость).

Заключительный шаг - объединение "финансовой" и "нематериальной" стоимостей в комбинаторную модель, определяя вклад (финансовый эквивалент) нематериальных активов в денежный поток. Чтобы представить это наглядно, используются трёхмерные графики, где

⁴ Pike S., Roos G. Intellectual capital measurement and holistic value approach (HVA)// Works Institute Journal (Japan), №42, 2000, стр.10

нормализованная денежная (монетарная) стоимость откладывается по оси Y , а нематериальная стоимость - по оси X .

Полная комбинированная стоимость (объединённая добавленная стоимость) откладывается по вертикальной оси Z . Фактическая комбинация стоимости имеет место в форме канонического комбинаторного правила, в соответствии с которым финансовые и нематериальные входные данные соединяются, чтобы обеспечить выпуск продукции.

Часть из рассмотренных моделей может быть вполне успешно адаптирована для применения в условиях российских экономических реалий. Речь идет, в первую очередь, о внутрифирменных оценках, которые базируются на данных бухгалтерского и управленческого учета, а также на субъективных оценках менеджеров и независимых экспертов. Внедрение крупными российскими компаниями современных систем учета, внутреннего аудита, активное использование методик риск-менеджмента и т.д. позволяет экспертам-оценщикам с высокой степенью точности определять стоимостные оценки компонентов интеллектуального капитала компаний.

Рис. 1. Структура инвестированного капитала

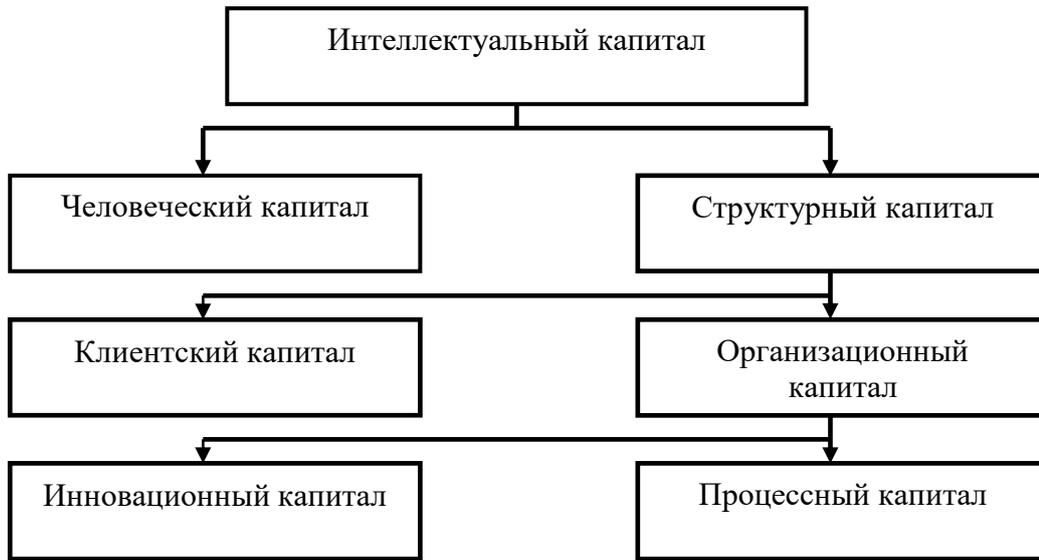


Рис. 2. Классификация методов измерения интеллектуального капитала

Категория	Английская аббревиатура	Способ вычисления	Вид оценки
Методы прямого измерения интеллектуального капитала	DIC (Direct Intellectual Capital methods)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Идентификация и оценка в деньгах отдельных активов или отдельных компонентов ИК. 2. Вывод интегральной оценки ИК компании (сложение/более сложные формулы). 	Количественная
Методы рыночной капитализации	MCM (Market Capitalization Methods)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Вычисление разности между рыночной капитализацией компании и собственным капиталом ее акционеров. 2. Полученная величина рассматривается как стоимость ее интеллектуального капитала или нематериальных активов. 	Количественная
Методы рентабельности активов	ROA (Return on Assets methods)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Отношение среднего дохода компании до вычета налогов за некоторый период к материальным активам компании сравнивается с аналогичным показателем для отрасли в целом. 2. Полученная разность умножается на материальные активы компании (=средний дополнительный доход от ИК) 3. Путем прямой капитализации или дисконтирования получаемого денежного потока получается стоимость ИК компании. 	Количественная
Индикаторные методы	SC (Scorecard Methods)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Идентификация различных компонентов нематериальных активов или интеллектуального капитала. 2. Выявление индикаторов и индексов в виде подсчета очков или как графы. 	Качественная (диагностическая)

Рис.3. Классификация типов неосязаемых активов и соответствующих инвестиций

Тип неосязаемого актива	Производитель данного актива	Тип производственной деятельности	Осязаемый инвестиционный продукт	Улучшение деятельности	Право на
<i>Компьютеры и информационные технологии</i>					
Программное обеспечение	<u>Приобретаемое:</u> а) производители компьютерной техники б) сервисные компании <u>Собственного производства:</u> а) IT-департамент б) другие департаменты	Написание программного обеспечения и руководство по его использованию	Системное ПО Пакеты прикладных программ Сервисное ПО Изготовленное на заказ ПО	Более продуктивное использование существующих компьютеров	Лицензии на пользование ПО
Базы данных А: Для продажи данных Б: Для конкретного пользователя	а) составители БД б) сервисные компании а) составители БД б) сервисные компании в) компания-пользователь	Составление БД по собственному усмотрению Составление БД на заказ	База данных Информация в БД	Последующая продажа данных Использование информации для маркетинговых целей, собственных исследований и т.д.	

Производство и технологии					
НИОКР	<ul style="list-style-type: none"> а) НИИ и КБ б) исследовательские департаменты в) производственный персонал 	<p>Выполнение контрактов на НИОКР</p> <p>Выполнение проектов по НИОКР</p> <p>Проведение неформальных НИОКР</p>	Результаты НИОКР; опытные образцы; прототипы	После необходимых действий, внедрение новых продуктов, процессов и технологий	Патенты
Проектирование и конструирование	<ul style="list-style-type: none"> а) проектно-конструкторские компании б) технические департаменты в) производственный персонал 	Промежуточные шаги между завершением исследования и внедрением инновации	Новые продукты; новые процессы	Продажа новых продуктов; использование новых процессов	
Художественный дизайн	<ul style="list-style-type: none"> а) дизайнерские агентства б) другие сервисные компании в) собственные дизайнеры 	Создание художественного дизайна продукции	Дизайн (чертежи, проекты, наброски)	Продажа более привлекательных продуктов	
Человеческие ресурсы: обучение, развитие					
Формальное и неформальное обучение	<ul style="list-style-type: none"> а) обучающие компании б) учебные центры и департаменты в) смешанные формы 	<p>обучение</p> <p>обучение+тренинг</p> <p>наблюдение за опытными работниками</p>	Навыки и умения	Улучшение будущей производительности тех, кто прошел обучение	
<p>Медицинские осмотры</p> <p>Спортивные мероприятия</p>	<ul style="list-style-type: none"> а) коммерческие мед. центры б) собственные поликлиники а) коммерческие спорт. центры 	<p>Проведение мед. осмотров</p> <p>Предоставление и использование спорт.</p>	<p>Раннее выявление проблем со здоровьем</p> <p>Хорошая физическая форма сотрудников</p>	Рост производительность труда	

	б) собственное спорт. оборудование	оборудования	Меньше прогулов и пропусков		
Внутрифирменная организация					
Реорганизация компании	а) консультанты б) центральный менеджмент	Разработка и внедрение преобразований	Новая структура компании	Повышение эффективности	
Специфические консультации	а) консультанты б) IT-консультанты в) собственные разработки	Консультирование Рекомендации +техника+ПО	Рекомендации Производительность в департаментах	Рост производительности труда	
Маркетинг и продажи					
Маркетинговые исследования	а) исследовательские агентства б) департамент маркетинга	Маркетинговые исследования	Информация о рынке	После необходимых действий, внедрение новых продуктов, процессов и технологий, улучшение дистрибуции существующих товаров	
Реклама	а) рекламные агентства б) департамент маркетинга	Разработка, подготовка и проведение рекламной кампании	Воздействие на потребителей	Рост продаж	Брэнд

Источник: *Young A. Towards an Interim Statistical Framework: Selecting the Core Components of Intangible Investment/ Measuring Intangible Investment, OECD project, 1998// www.oecd.org*

Оценка компаний с использованием теории реальных опционов (метод ROV, Real Option Value)

реальные опционы

опционы на развитие проекта

биномиальная модель Блэка-Шоулза

Основные идеи рассматриваемой ниже оценки сводятся к следующим моментам.

Во-первых, справедливая (обоснованная) рыночная стоимость компании (ее собственного капитала или ста процентов обыкновенных акций) может быть понята как справедливая стоимость **реального опциона** на исключительное право дальнейшего инвестирования в основной и оборотный капитал компании с целью превращения ее бизнеса в высокодоходный. Этого можно добиться, например, путем реконструкции предприятия с внедрением новых технологий, которые позволят выпускать более качественную продукцию по относительно низким конкурентоспособным ценам.

Такой реальный опцион, согласно классификации трактуемых в качестве неких «деловых схем» реальных опционов, относится к категории **«опционов на развитие проекта»** (под «проектом» здесь имеется в виду бизнес компании).

Реальные опционы по развитию проекта создают возможность *закрепить только за собой* (как бы “застолбить”) развитие некоего проекта, получив на него исключительные права. Например, получение патентов на ключевые для инновационного проекта изобретения на очень ранних стадиях проекта - даже на стадии, когда инновационный проект еще вообще не начат в смысле осуществления инвестиций в промышленную разработку и освоение производства новой продукции или технологии – тоже является реальным опционом на развитие или вообще осуществление инновационного проекта.

Во-вторых, в подобном реальном опционе стараются найти – пусть иногда и косвенные, существующие как расчетные показатели - финансовые аналоги основных стандартных параметров фондовых опционов. В данном случае - опциона на приобретение акций («колла», Call) (рис 1).

В-третьих, для оценки стоимости компании как реального опциона на развитие ее бизнеса («проекта») применяют непрерывную **биномиальную модель Блэка-Шоулза (Black-Scholes Option Pricing Model, OPM)**, в формулы которой вместо параметров «колла» подставляют показатели этого реального опциона, аналогичные по своей финансовой природе параметрам «колла» (рис 2).

Наиболее популярной модификацией специального математического аппарата по оценке справедливой стоимости (так называемой «внутренней цены») фондовых опционов на настоящее время является так называемая «непрерывная» биномиальная модель оценки опционов, называемая по именам ее авторов также моделью Блэка-Шоулза¹. Именно она и лежит в основе подхода к оценке практически любого бизнеса.

В этой модели предполагается, что:

1. В каждом из T будущих единичных периодов (например - месяцев, лет), начиная уже со следующего периода, цена акции S_t в конце этого периода по сравнению с ее ценой S_{t-1} на конец предыдущего периода может стать либо uS_t , либо dS_t , где $u > 1$, а $d < 1$. Другими словами, все время возможны только два сценария изменения цены за период. На рис. 1 это показано по отношению к изменению начальной цены S_0 .

¹ Black F. and Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy, May-June 1973, pp. 637 – 654.

2. При допущении о нормальном характере распределения частот (в прошлом) и вероятностей (в будущем) различных значений цены хеджируемой опционом ликвидной акции и известной величине σ_y стандартного (среднеквадратического) отклонения текущей доходности или самой цены этой акции наиболее вероятно такое изменение цены акции за один единичный период, что новая цена будет увеличиваться или уменьшаться относительно старой цены на плюс-минус σ_y . Точнее, новая цена σ_y будет либо больше старой в $u=(1 + \sigma_y)$ раз, либо меньше ее в $d=(1/u)$ раз.

3. С учетом фактора времени (и когда известна безрисковая ставка R) по состоянию на конец каждого будущего единичного периода t относительные прирост и падение цены σ_y могут быть выражены как их «будущие стоимости», то есть домножены на $(1+R)^t$ или на e^{-Rt} . Тогда показатель u окажется равен $u=(1+\sigma_y e^{-Rt})$. Показатель d будет по-прежнему равен $1/u$.

При этих предположениях для «внутренней» цены C_T опциона на приобретение акций, когда срок истечения этого опциона фиксирован и тогда $t=T$, справедливой, как доказано авторами модели, оказывается следующая формула:

$C_T = S_0 N(v) - X e^{-RT} N(q)$, где:

$$v = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(R + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}},$$

$$q = v - \sigma_y \sqrt{T},$$

X – цена исполнения опциона;

e – натуральное число;

N – аккумулятивная функция нормального распределения чисел v и q как аргументов (расчетные номографические таблицы этой функции приводятся в приложениях к любым учебникам по теории вероятности);

Рассматриваемый опцион относится к опционам «европейского типа», которые могут быть использованы только по истечении срока T .

Аккумулятивная функция нормального распределения вероятностей любого параметра представляет собой существующую в интервале от нуля до единицы функцию результата суммирования накопленным итогом вероятностей различных значений этого параметра при переборе всех этих возможных значений, начиная с самых малых (в общем случае – отрицательных).²

В практических расчетах используют специально подготовленные номографические таблицы этой функции применительно к различным численным величинам ее аргумента. Такие таблицы обычно содержатся в приложениях к достаточно серьезным учебникам по теории вероятности. Здесь мы приводим упрощенный вариант таких таблиц (см. табл. 1), в котором значения аргумента (обозначен в общем виде как b) рассматриваемой функции даны с некоторым интервалом (равным 0,05). Использовать эту таблицу можно для приблизительных оценок, беря из таблицы величину функции $N(b)$, соответствующую значению параметра b , которое наиболее близко к реальному значению получающихся показателей v и q .

² Действительно, сумма вероятностей всех исходов при получении любого показателя равняется единице, а сумма вероятностей ни одного из этих исходов равна нулю.

В графическом виде соотношение между функцией нормального распределения вероятностей параметра b и аккумулятивной функцией $N(b)$ нормального распределения этой же величины может быть показано на следующих сравнительных графиках (см. рис. 4).

Использование описанной модели для оценки бизнеса требует, как уже отмечалось, понимания приобретения бизнеса как реального опциона, который, не будучи фондовым опционом (то есть ценной бумагой), все же имеет сходные с фондовым опционом финансовые параметры.

Для нужд оценки бизнеса (ста процентов акций компании), фигурирующие в формуле модели Блэка-Шоулза параметрам фондового опциона в оцениваемом бизнесе обычно находят следующие финансовые аналоги:

1. в роли текущей цены S_0 хеджируемой опционом акции выступает результат оценки рыночной стоимости собственного капитала этой компании в стандарте «как есть» (эта оценка все равно должна даваться оценщиком в рамках доходного, рыночного или затратного подходов к оценке), то есть **без учета** возможных довлжений в основной и оборотный капитал компании, которые смогут вывести предприятие на более высокий уровень денежных потоков и достаточно резко поднимут его стоимость (это тогда будет аналогией роста цены S существенно сверх цены исполнения опциона X)³;

2. как цена исполнения опциона X трактуется размер (точнее их текущая стоимость) указанных выше необходимых и возможных инвестиций в основной и оборотный капитал компании, которые могут пойти, например, на обновление основных фондов, пополнение оборотных средств, реконструкцию предприятия, освоение новых продукции или технологий, финансовое оздоровление (кризисного предприятия) и пр.; важно, что эти инвестиции, возможно, окажутся серьезно меньшими, чем прирост вследствие них рыночной стоимости предприятия; в самом деле, при ближайшем рассмотрении только для того, кто станет полным хозяином (владельцем ста процентов акций) данной компании станет возможным не только осуществить инвестиции в реконструкцию предприятия, но и ограничиться при этом инвестициями в основной и оборотный капитал компании, действительно равными X – ведь именно в его распоряжении окажутся те активы (имущество) компании, которые **уже** есть в компании, и на стоимости которых, следовательно, можно сэкономить в определении необходимого размера указанных инвестиций;

3. вместо срока действия опциона T в расчетах используют любой срок, в течение которого довлжения в основной и оборотный капитал компании (на нужды, например, реконструкции, обновления основных фондов или продукции) еще сохраняют свою экономическую целесообразность (точнее говоря, в рамках которого производимые оценки чистой текущей стоимости, Net Present Value - NPV -, и внутренней нормы рентабельности, Internal Rate of Return – IRR -, вновь начинаемых проектов по указанным довлжениям остаются удовлетворительными); задачу можно поставить и более жестко (это соответствовало бы применению непрерывной биномиальной модели оценки опционов) – так, что срок T будет представлять собой некоторое фиксированное время, которое потребуется после покупки компании для подготовки к осуществлению указанных довлжений (например, на привлечение «новым хозяином» компании источников их заемного финансирования);

4. в стандартном отклонении σ_y видят среднеквадратическое (стандартное) отклонение доходности акций в прошлом (в среднесрочной ретроспективе) открытых компаний той же отрасли, что и оцениваемая компания, и которые вели крупные проекты; при этом имеется в виду, что *чем больше был этот показатель, тем, значит, на цену акций открытых компаний в отрасли оказывали большее влияние имевшие место в*

³ В принципе, в качестве величины S_0 может быть взята даже рыночная стоимость чистых активов компании. Это не слишком изменит результат.

отрасли крупные инвестиционные проекты (реконструкция, коренное совершенствование продукции и т.п.) – ведь другими причинами сколь-либо значимая изменчивость цены акций одних и тех же открытых компаний в отрасли в принципе не могла объясняться (эта цена сильно росла в случае успеха крупных проектов и сильно падала в случае их провала).

При этом если возможный крупный проект по развитию бизнеса оцениваемой компании связан с реконструкцией и обновлением продукции, которые основываются на радикальных технологических инновациях, то гораздо лучшим финансовым аналогом используемого в формуле Блэка-Шоулза стандартного отклонения σ_y может считаться:

1. во-первых, не просто стандартное отклонение доходности акций открытых компаний той же отрасли, а стандартное отклонение доходности акций тех открытых компаний той же отрасли, которые имеют репутацию компаний с *активной наступательной инновационной стратегией*; ведь они подвергаются рискам в основном именно из-за своих масштабных радикальных процессных и продуктовых инноваций;

2. во-вторых, не столько даже стандартное отклонение доходности акций тех открытых компаний той же отрасли, которые имеют репутацию компаний с активной наступательной инновационной стратегией, сколько стандартное отклонение рентабельности их инвестируемого (как собственного, так и заемного) капитала (ROIC), т.е. показатель σ_{ROIC} ; ведь именно съем их фактических операционных прибылей со сделанных инвестиций покажет меру успешности или неуспешности, изменчивости успеха их крупных инновационных проектов (менеджмент таких компаний может особо и *дополнительно* заботиться о поддержании при этом относительно стабильной – или даже растущей – рыночной цены акций, запуская все новые крупные инновационные проекты в расчете на возбуждение ожиданий больших будущих прибылей от этих сменяющих друг друга и в действительности – по фактическим прибылям – неуспешных проектов); данные о динамике прошлых показателей ROIC могут быть взяты из ранее публиковавшихся – хотя бы для участников биржевой торговли – квартальных балансовых отчетов открытых компаний, они во всяком случае доступны в архивных файлах фондовых бирж.⁴

Очевидно, что с **учетом** эффективности и размера предполагаемых довлжений в основной и оборотный капитал оцениваемой компании ее оценка (оценка ее собственного капитала или ста процентов ее обыкновенных акций) как реального опциона на эти довлжения способна оказаться *как выше, так и ниже (либо равной)* по сравнению с оценкой собственного капитала компании в стандарте «как есть», **не учитывающей** возможность каких-либо довлжений в основной и оборотный капитал компании.⁵

Отсюда следует простой вывод. Итоговую оценку $СК^*_{итог}$ ее собственного капитала (точнее, ста процентов ее обыкновенных акций) следует усматривать в максимуме из оценки компании с учетом возможности довлжений в ее основной и оборотный капитал

⁴ Заметим, кстати, что описанный подход позволяет, как представляется, опираться и на данные зарубежных открытых компаний той же отрасли. Ведь то, что они проводят активную наступательную инновационную стратегию, делая ставку на радикальные продуктовые и процессные инновации в большей мере определяет их риски, чем принадлежность к определенной стране.

⁵ Это похоже на то, как в результате применения при оценке всего инвестированного капитала компании различных имеющихся в модели «добавленной экономической ценности» (EVA) модификаций одна ее не учитывающая довлжения в основной и оборотный капитал компании модификация (в которой ожидаемые экономические прибыли) получаются просто как разность между чистым прогнозируемым среднегодовым чистым операционным денежным потоком и требуемой с рыночной стоимости активов предприятия компенсации средневзвешенной стоимости вложенного в них капитала) способна дать большую или меньшую оценку по сравнению с другой ее учитывающей указанные довлжения модификацией (где ожидаемые экономические прибыли рассчитываются как помноженная на необходимый размер рассматриваемых довлжений разность между планируемой рентабельностью новых инвестиций в основной и оборотный капитал и средневзвешенной стоимостью привлекаемого для их финансирования капитала).

(то есть оценки ее как реального опциона C_T на эти доволожения) и оценки без учета указанных доволожений в стандарте «как есть» (здесь - S_0). Иначе говоря:

$$СК^*_{итог} = \max(C_T, S_0)$$

Отдельно заметим, что если предметом оценки является оценка «справедливой рыночной стоимости» *открытой («публичной»)* компании, чьи акции торгуются на фондовой бирже и по ним наблюдается строго понятая рыночная цена⁶ (а такое практическое применение оценки бизнеса имеет место при обосновании цен на крупные пакеты акций открытых компаний, в порядке слияний и поглощений приобретаемые не через фондовую биржу, а непосредственно у владельца этого крупного пакета акций по договорной цене, которая базируется на предварительно оцененной «справедливой рыночной стоимости»), то:

1. финансовым аналогом текущей цены S_0 хеджируемой фондовым опционом акции может напрямую выступить текущая рыночная капитализация компании (то есть произведение текущей рыночной цены ее акций p_a на фондовой бирже на указанное в последнем опубликованном [квартальном] балансе количество акций компании N_a – иначе говоря, следующая величина: $Ц = p_a \times N_a$) – ведь абсолютное большинство участников фондового рынка, «делающих» фактическую среднерыночную цену акций по частым сделкам с мелкими пакетами акций (а это – портфельные инвесторы), определяя свой спрос на акции компании совсем не исходят из прикидок о том, что могло бы произойти с компанией, если осуществить реконструкцию ее предприятия (предприятий);

2. соответственно, наиболее близким аналогом параметру σ_y тогда окажется стандартное отклонение [текущей] доходности акций именно данной рассматриваемой открытой («публичной») компании.

Очевидно, в описанной ситуации будет иметь место наиболее корректная интерпретация параметров реального опциона на развитие бизнеса компании (real option to expand) как справедливой рыночной стоимости компании с фондовым опционом на приобретение акций этой же компании.

Практическое применение описанной модели требует учета одной существенной особенности. А именно: в качестве параметра X следует понимать **не общую сумму инвестиций**, необходимых для реализации возможного проекта по развитию бизнеса компании, а **только ту ее часть, которую новому владельцу компании действительно придется доложить в бизнес самому** (ведь в оценке аналогичного по своей финансовой природе «колла» в роли параметра X выступает цена исполнения опциона, которую его владельцу за приобретение по этой цене акции тоже придется уплатить самому).

Иначе говоря, потребная сумма инвестиций I на развитие бизнеса должна быть уменьшена на величину (ΔX) возможного финансирования упомянутых инвестиций из ранее накопленных нераспределенных прибылей компании, а также за счет кредита, который может взять компания и который будет обеспечен имуществом оцениваемой компании (даже если этот кредит будет гарантироваться и новым владельцем, это не значит прямого внесения им добавочного капитала в компанию).

То есть: $X = I - \Delta X$.

Игнорирование данного обстоятельства ведет к систематической ошибке по недооценке бизнеса с учетом отражаемых в методе **ROV** перспектив его развития. Это отчетливо видно из анализа формул Блэка-Шоулза, в которых уменьшение учитываемого в них

⁶ Согласно общепринятым критериям, таковой для акций «первого эшелона» (то есть так называемых «голубых фишек») является средневзвешенная (на объем сделок) цена по не менее, чем 10-ти фактически совершенным сделкам купли-продажи акций за одну торговую сессию на фондовой бирже; для акций «второго эшелона» (менее ликвидных, но все же достаточно ликвидных) рыночной ценой в строгом смысле слова выступает средневзвешенная (на объем сделок) цена по не менее, чем ста сделкам за последние 3 календарных месяца.

параметра X ведет и к увеличению делающего положительный вклад в оценку значения логарифма, и к уменьшению имеющего знак «минус» компонента, где параметр X служит как множитель.⁷

Из рассмотренного выше ясно, что согласно идеологии метод **ROV** управление стоимостью компании может строиться на варьировании **трех** главных для этого метода «управляющих параметров» (Value Drivers):

а) величины инвестиций I , необходимых для реализации той или иной версии бизнес-плана развития компании;

б) суммы планируемого и возможного берущегося компанией кредита для финансирования этих инвестиций (она – в сочетании с не поддающимися управлению имеющимися либо не имеющимися у компании средствами их самофинансирования - определит показатель ΔX);

в) мера риска того бизнеса, который новый владелец компании хотел бы, возможно, на оцениваемом предприятии вновь освоить (тогда по этому бизнесу параметр σ_y будет для компании новым – так что применительно к разным потенциальным новым бизнесам он тоже окажется переменной величиной).

По-видимому, варьируя указанными показателями при анализе различных проектов развития компании и подставляя их в рассмотренные формулы, можно найти тот проект, который в наибольшей степени повысит стоимость компании.⁸

⁷ При этом вполне логично, что чем больше величина ΔX обеспечиваемого самой компанией финансирования планируемых инвестиций, тем одновременно больше ее оценка S_0 в стандарте «как есть».

⁸ В более подробной версии приведенный материал изложен в: Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. 3 изд. – М.: Проспект, 2007, глава 16.

Рис. 1 Виды реальных опционов

Вид	Суть (предоставляемая возможность)
Опцион отсрочки	Отложить начало реализации проекта.
Опцион отказа	Закрыть проект (без возможности возобновления в будущем).
Опцион изменения объемов производства	Увеличение/сокращение объемов производства по ходу реализации проекта.
Опцион приостановки производства	Полная остановка производства (с возможностью возобновления в будущем).
Опцион дизайна (смешанный опцион)	Изменение корзины используемых ресурсов. Изменение корзины выпускаемых продуктов.
Опцион роста (многоуровневый опцион)	Реализация одного проекта создает возможность для реализации другого проекта.

Рис. 2 Компоненты модели Блэка-Шоулза для различных видов реальных опционов

Вид	Отсрочки	Отказа	Увеличения	Сокращения	Приостановки	Дизайна
Тип	C («колл»)	P («пут»)	C («колл»)	C («колл»)	C («колл»)	C («колл»)
S	Приведенный операционный денежный поток		Приведенный дополнительный операционный денежный поток	Приведенная стоимость дополнительных денежных оттоков	Приведенная стоимость дополнительных денежных оттоков	Приведенный дополнительный операционный денежный поток
X	Инвестиции	Реализация имущества	Дополнительные инвестиции	Приведенная стоимость дополнительных денежных притоков + затраты на консервацию части мощности	Приведенная стоимость дополнительных денежных притоков + затраты на консервацию всей мощности	Инвестиции на перенастройку производства на другие ресурсы / продукты
s	Стандартно					
t	Стандартно					
r	Стандартно					
ady	Если есть возможность – от NPV, если нет – 1/t.					

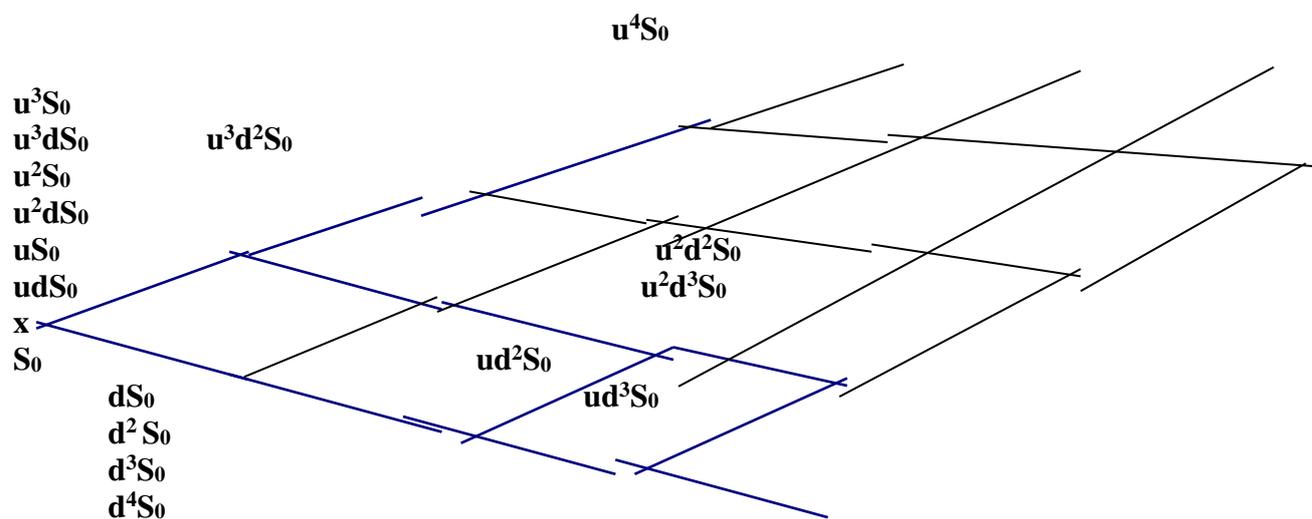


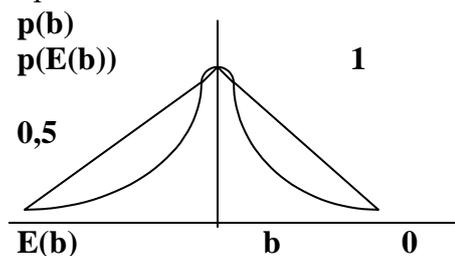
Рис. 3. Предполагаемое изменение цены акции в биномиальной непрерывной модели ценообразования на опционы по этой акции **(Рисунок надо перерисовать)**

b	N(b)	b	N(b)	b	N(b)
		– 1,00	0,1587	1,00	0,8413
– 2,95	0,0016	– 0,95	0,1711	1,05	0,8531
– 2,90	0,0019	– 0,90	0,1841	1,10	0,8643
– 2,85	0,0022	– 0,85	0,1977	1,15	0,8749
– 2,80	0,0026	– 0,80	0,2119	1,20	0,8849
– 2,75	0,0030	– 0,75	0,2266	1,25	0,8944
– 2,70	0,0035	– 0,70	0,2420	1,30	0,9032
– 2,65	0,0040	– 0,65	0,2578	1,35	0,9115
– 2,60	0,0047	– 0,60	0,2743	1,40	0,9192
– 2,55	0,0054	– 0,55	0,2912	1,45	0,9265
– 2,50	0,0062	– 0,50	0,3085	1,50	0,9332
– 2,45	0,0071	– 0,45	0,3264	1,55	0,9394
– 2,40	0,0082	– 0,40	0,3446	1,60	0,9452
– 2,35	0,0094	– 0,35	0,3632	1,65	0,9505
– 2,30	0,0107	– 0,30	0,3821	1,70	0,9554
– 2,25	0,0122	– 0,25	0,4013	1,75	0,9599
– 2,20	0,0139	– 0,20	0,4207	1,80	0,9641
– 2,15	0,0158	– 0,15	0,4404	1,85	0,9678
– 2,10	0,0179	– 0,10	0,4602	1,90	0,9713
– 2,05	0,0202	– 0,05	0,4801	1,95	0,9744
– 2,00	0,0228	0,00	0,5000	2,00	0,9773
– 1,95	0,0256	0,05	0,5199	2,05	0,9798
– 1,90	0,0287	0,10	0,5398	2,10	0,9821
– 1,85	0,0322	0,15	0,5596	2,15	0,9842
– 1,80	0,0359	0,20	0,5793	2,20	0,9861
– 1,75	0,0401	0,25	0,5987	2,25	0,9878
– 1,70	0,0446	0,30	0,6179	2,30	0,9893
– 1,65	0,0495	0,35	0,6368	2,35	0,9906
– 1,60	0,0548	0,40	0,6554	2,40	0,9918
– 1,55	0,0606	0,45	0,6736	2,45	0,9929
– 1,50	0,0668	0,50	0,6915	2,50	0,9938
– 1,45	0,0735	0,55	0,7088	2,55	0,9946
– 1,40	0,0808	0,60	0,7257	2,60	0,9953
– 1,35	0,0885	0,65	0,7422	2,65	0,9960
– 1,30	0,0968	0,70	0,7580	2,70	0,9965
– 1,25	0,1057	0,75	0,7734	2,75	0,9970
– 1,20	0,1151	0,80	0,7881	2,80	0,9974
– 1,15	0,1251	0,85	0,8023	2,85	0,9978
– 1,10	0,1357	0,90	0,8159	2,90	0,9981

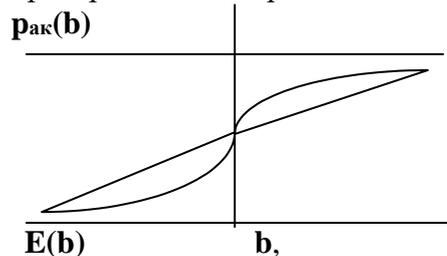
Таблица 1. Величины функции **N(b)** для отдельных значений **b**⁹

⁹ Изложено по: Шарп У., Александр Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: Инфра-М., 1997, с. 313.

Нормальное распределение вероятностей параметра \mathbf{b}



Аккумулятивная функция нормального распределения вероятностей параметра \mathbf{b}



где: $\mathbf{E(b)}$ – математическое ожидание (среднее значение в прошлом) параметра \mathbf{b} ; $\mathbf{p(b)}$ – вероятность (частота в прошлом) конкретной величины параметра \mathbf{b} ; $\mathbf{p(E(b))}$ – вероятность математического ожидания (среднего значения в прошлом) параметра \mathbf{b} ; $\mathbf{P_{ак}(b)}$ – результат суммирования нарастающим итогом вероятностей (частот в прошлом) всех значений параметра \mathbf{b} , меньших и равных рассматриваемой величине этого параметра.

Рис. 4. Соотношение между функцией нормального распределения вероятностей параметра \mathbf{b} и аккумулятивной функцией $\mathbf{N(b)}$ нормального распределения этой же величины

Оценка стоимости холдинга из малых и средних предприятий

*миссия холдинговой структуры
виды стоимости
стоимость холдинговой компании*

Оцениваемым объектом может быть любой объект собственности вместе с правами, которыми наделен его владелец. Это может быть бизнес, холдинговая компания, предприятие, фирма, банк, отдельные виды как материальных, так нематериальных активов. В данном случае таким объектом является холдинг из малых и средних предприятий.

Первый этап становления малого бизнеса связан с созданием малых предприятий. Предприниматели, накопив стартовый капитал, вкладывали его в создание малых предприятий, развитие которых шло хаотично, спонтанно. Для повышения финансовой устойчивости предприятий происходило либо объединение предприятий одного-двух собственников, либо бизнес диверсифицировался в рамках одного предприятия. Многие собственники в целях упрощения и разделения учета затрат и результатов каждое направление бизнеса организационно оформляли как самостоятельное предприятие, которое можно рассматривать в качестве бизнес-единиц. Для управления каждой бизнес-единицей назначаются топ-менеджеры, а для управления всеми предприятиями создаются холдинговые компании, что, в свою очередь, привело к возникновению специфических проблем, в частности, к сложностям в управлении предприятиями и повышении эффективности их работы. Дочерними и внучатыми предприятиями в таких холдинговых структурах выступают малые и средние предприятия.

С развитием бизнеса наступил второй этап, связанный, с одной стороны, с усилением конкуренции и с осмыслением целей и задач, стоящих перед бизнесом, а с другой стороны – с поддержанием эффективности, как самого холдинга, так и его дочерних и внучатых предприятий. Это уже другой уровень работы бизнеса.

Миссией холдинговой структуры можно считать создание эффективного холдинга из малых и средних предприятий, производящих высокотехнологичные продукты, т.е. собственники хотят сделать структуру с устойчивым ростом. Такая миссия предполагает формирование стратегических целей холдинга в виде постоянного создания новых бизнесов и поддержания действующих на уровне высокой рентабельности. Такой холдинг в качестве новых бизнесов рассматривает только новые перспективные бизнес идеи, представляющие ноу-хау в разных сферах экономики, поэтому можно рассчитывать на высокую рентабельность этих бизнесов. Однако необходимо заметить, что любая «раскрутка» бизнеса до его безубыточности, а затем и рентабельности требует временного лага. Как правило – это год-полтора.

В проведении оценки заинтересованы разные субъекты. Стороны, заинтересованные в проведении оценочных работ, должны сначала определить цели оценки для того, чтобы в дальнейшем реализовать свои экономические интересы. Так, каждый собственник и/или руководитель предприятия рано или поздно сталкивается с проблемой оценки своего бизнеса. Причин для этого много, главная - не зная стоимости почти невозможно принимать взвешенные, стратегические решения по реализации прав собственника, т. к. именно стоимость компании наиболее полно отражает прогнозные результаты ее деятельности.

Знание стоимости бизнеса помогает принять верные управленческие решения во многих областях, в частности, повышение эффективности управления предприятием; обоснование инвестиционного решения; разработка плана развития (бизнес-план); реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение и т.д.); определение текущей рыночной стоимости предприятия в случае его частичной или

полной покупки или продажи, при выходе одного или нескольких участников из обществ и т.д.; определение величины арендной платы при сдаче бизнеса в аренду.

Необходимо четко понимать, что весь процесс оценки напрямую зависит от причин ее побудивших и целей ею преследуемых. При этом один и тот же объект на одну дату обладает разной стоимостью в зависимости от целей его оценки, и стоимость определяется различными методами. Определение причины и цели проведения работ по оценке служит основанием для выбора варианта осуществления оценочных процедур.

Чтобы разобрать эту процедуру надо понимать, что рынок платит только за те активы, которые приносят ему доход от их использования. Для выбора адекватного стандарта стоимости бизнеса таким основным признаком выступает источник формирования дохода.

Всего выделяется два источника формирования дохода при использовании предприятия:

- Доход от деятельности предприятия,
- Доход от распродажи активов предприятия.

Соответственно этому выделяется **два вида стоимости**:

1. Стоимость действующего предприятия. Это стоимость, отражающая первый источник дохода, предполагает, что предприятие продолжает действовать и приносить прибыль.
2. Стоимость предприятия по активам. Это стоимость, отражающая второй источник дохода, предполагает, что предприятие будет расформировано или ликвидировано, т.е. предприятие оценивается поэлементно.

Наиболее часто применяемые виды (стандарты) стоимости, отражающие источники образования дохода, перечислены в таблице 1:

В свою очередь в зависимости от целей оценки и обстоятельств бизнес может оцениваться по-разному. Поэтому для проведения оценки требуется точное определение стоимости. В зависимости от целей проведения оценки стоимости и количества учитываемых факторов в ней различают следующие виды стоимости (рис.1):

По степени рыночности выделяют:

- *Рыночную стоимость* – это наиболее вероятная цена при осуществлении сделки между типичными покупателями и продавцами. Она зависит от рыночных условий, при изменении которых она тоже изменяется. Она может иметь отрицательное значение, например, при оценке устаревших объектов недвижимости, сумма затрат на снос которых больше стоимости земельного участка. Рыночная стоимость используется при оценке собственности как объекта продажи на открытом рынке. Также этот вид стоимости применяется при решении всех вопросов, связанных с федеральными и местными налогами. Именно рыночную стоимость определяют при оценке для целей купли-продажи предприятия или его активов.

- *Нормативно рассчитываемую стоимость* – это стоимость объекта собственности, рассчитанная согласно методикам и нормативам, установленным государственными органами (Госкомимуществом, Госкомстатом, Роскомземом). При этом применяются единые шкалы нормативов. Как правило, данная стоимость не совпадает с рыночной стоимостью.

С точки зрения оценки выделяют:

- *Инвестиционную стоимость* – стоимость собственности для конкретного инвестора или группы инвесторов при определенных целях инвестирования. Она зависит от индивидуальных требований инвестора к инвестициям. Применяется при обосновании инвестиционных проектов. Как пример может служить типичная ситуация: инвестор, вкладывая деньги в бизнес, стремится получить наряду с возвратом вложенного капитала еще и прибыль на вложенный капитал. Поэтому расчет инвестиционной стоимости производится исходя из ожидаемых инвестором доходов и конкретной ставки на капитал

- *Страховую стоимость* – стоимость собственности, определяемая положениями страхового контракта или полиса.

- *Налогооблагаемую стоимость* – стоимость, рассчитываемая на базе определений, содержащихся в соответствующих нормативных документах, относящихся к налогообложению собственности.

- *Утилизационную (скраповую) стоимость* – стоимость объекта собственности (за исключением земельного участка), рассматриваемая как совокупная стоимость материалов, содержащихся в нем, без дополнительного ремонта.

В зависимости от характера аналога выделяют:

- *Стоимость воспроизводства* – это стоимость объекта собственности, создаваемой по той же планировке и из тех же материалов, что *Стоимость воспроизводства* — это затраты на воспроизводство точной копии предприятия или актива, даже если есть более экономичные аналоги, и оценивается по ныне действующим ценам.

- *Стоимость замещения* — это затраты на создание предприятия, имеющего эквивалентную полезность, но построенного с использованием современных и прогрессивных материалов, конструкций, оборудования. Этот вид стоимости широко используется в страховании.

В бухгалтерском учете выделяют:

- *Балансовую стоимость* – затраты на строительство или приобретение объекта собственности, которая делится на первоначальную (отражается в бухгалтерском балансе на момент ввода в эксплуатацию) и восстановительную (стоимость воспроизводства ранее созданных объектов в современных условиях) стоимость.

В зависимости от перспектив развития предприятия выделяют:

- *Стоимость действующего предприятия* – это стоимость сформировавшегося предприятия как единого целого, а не какой-либо его составной части. Она предполагает, что в будущем предприятие будет функционировать как единая система, поскольку ценность целого больше, чем суммированная стоимость отдельных элементов.

- *Ликвидационная стоимость*, или стоимость вынужденной продажи – денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи собственности в срок, слишком короткий для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости. Эта стоимость применяется в случае закрытия предприятия и реализации его активов.

- *Эффективная стоимость* – это стоимость активов, равная большей из двух величин – потребительной стоимости активов для данного владельца и стоимости их реализации.

Любой вид стоимости может использоваться для оценки конкретного объекта в данный момент времени в соответствии с выбранной целью.

Кроме понятия «стоимость» в оценке также используются понятие «цена» и «затраты (себестоимость)». Цена – это показатель, отражающий денежную сумму, требуемую, предполагаемую или уплаченную за некий товар или услугу. Затраты или себестоимость – это денежная сумма, требуемая для создания или производства и реализации товара или услуги. Сочетание и использование приведенных выше понятий позволяет проводить качественную оценку объектов собственности.

Стоимость холдинговой компании отличается от суммарной стоимости входящих в него дочерних предприятий на сумму стоимости бренда и других нематериальных активов самого холдинга.

В чем отличие целей и процедуры оценки стоимости для холдинга из малых и средних предприятий от простого предприятия? Как правило, новые холдинговые образования заинтересованы в определении будущей стоимости нового бизнеса, его влиянии на стоимость действующей холдинговой компании, а также стоимости замещения выбывающего бизнеса новым. Кроме того, собственник решает каждый раз стратегическую задачу, развивать новый бизнес за счет собственных средств или прибегнуть к заемным средствам финансово-кредитных учреждений или привлечь инвестора и на каких условиях?

При определении текущей рыночной стоимости холдинга встает вопрос выбора метода оценки. Как известно их три подхода к определению стоимости: доходный, сравнительный и затратный. Различные подходы к стоимости не исключают друг друга, а являются взаимодополняющими. Обычно при оценке бизнеса в зависимости от целей оценки, поставленных условий, состояния объекта и состояния экономической среды используют сочетание двух-трех методов наиболее подходящих в данной ситуации.

Эта проблема выбора метода оценки компании существенно обостряется в отношении холдинговых структур. Внучатые и дочерние предприятия как самостоятельные юридические лица могут осуществлять выбор цели и методов оценки с точки зрения собственных интересов. Холдинг регулирует эти процессы через контрольный пакет акций или через собственность. При этом холдинг помогает своим дочерним и внучатым предприятиям получать инвестиции под более низкие проценты, используя в качестве залога совокупное имущество всех предприятий холдинга. Инвесторы больше доверяют дочерним и внучатым предприятиям, входящим в холдинг. Риски, связанные с невозвратом инвестиционных ресурсов, снижаются, т.к. инвесторы рассчитывают на поддержку холдинга. Поэтому вышеназванные стоимости, которые могут быть рассчитаны для разных целей, для предприятий холдинга могут быть скорректированы как большую сторону, так и в меньшую.

Рассмотрим пример. Объектом исследования в данном примере является холдинг ООО «АСВ», первое малое предприятие «СБС» которого было создано в 1992 году. Это предприятие оптовой торговли. Собственник, накопив стартовый капитал, вкладывал его в создание новых малых предприятий, которые открывал по мере накопления собственных средств. Развитие малых предприятий шло хаотично. Для управления каждым малым предприятием назначались топ-менеджеры, а для управления всеми предприятиями была создана холдинговая компания.

В настоящее время это диверсифицированный холдинг, состоящий из 4 малых и 1 среднего предприятия, которые связаны с центральной компанией отношениями собственности и кредитования проектов. Диверсификация направлений бизнеса вызвана желанием собственников и руководства холдинговой структуры вести отдельный учет результатов и затрат каждого направления бизнеса. Действующая структура холдинга приведена на рис 2. Предприятие 1 занимается производством и продажей упаковки; 2 – мобильных сооружений; 3 – оборудования; 4 - оптовой торговлей; 5 – мебели.

Данные из баланса предприятий и самого холдинга на конец 2006 г. приведены в таблице 1. Выручка, затраты и прибыль (убытки) приведены в таблице 2. Общая численность работников составляет 350 человек. Объем продаж за 2006 год составил 85 100 тыс. руб., а прибыль – 21 205 тыс. руб. На рис. 3 приведены финансовые результаты деятельности по предприятиям и холдингу в целом. Производительность труда на предприятиях холдинга характеризуется выработкой 243, 14 тыс. руб. на одного работника в месяц. Затраты на один рубль товарной продукции составляют 0,66 руб.

В действующей организационной структуре управления ООО «СБС-ПРОМ» можно выделить три уровня. Верхний (первый) уровень представлен центральной компанией ООО «СБС-ПРОМ». Второй уровень – это предприятия, являющиеся самостоятельными юридическими лицами и связанные с центральной компанией через отношения собственности и кредитования.

Пока все предприятия работают рентабельно, но рентабельность всех пяти предприятий разная. Производство мебели имеет самую низкую рентабельность 12%, но это предприятие имеет достаточно хорошие перспективы с точки зрения собственника, не смотря на большую конкуренцию в этом секторе, поэтому его необходимо развивать. Предприятие, производящее паковку, не имеет радужных перспектив, поэтому собственники холдинга хотели бы этот бизнес продать. Однако в силу определенных обстоятельств это сделать в ближайшее время не представляется возможным. Хотя в нашем конкретном случае, мы разберем ситуацию, когда холдинг закрывает предприятие,

производящее упаковку, вкладывает деньги в развитие предприятия, производящего оборудование.

Рассмотрим, как эти два управленческих решения скажутся на стоимости холдинга.

Оценим текущую стоимость. Для оценки рыночной позиции холдинга воспользуемся следующей схемой (рис.4).

1. Прибыль, которую дают предприятия 21 205 тыс. руб., оказалась на уровне подобных холдингов - конгломератов из малых и средних предприятий, хотя чистых подобных аналогов нет. Можно сказать, что полученная прибыль удовлетворяет ожидания собственников, тем более что за последние годы она растет, и темпы ее роста не падают.

2. Из проведенного анализа видно, что в составе холдинга есть предприятие, которое имеет низкую рентабельность – это мебельное производство. Но в то же время оно дает 14 400 тыс. руб. выручки, хотя прибыль, генерируемая в данном предприятии самая низкая. За три года работы данного предприятия объемы продаж растут, но невысокими темпами 3-4% в год. Поэтому прежде чем принять решение о развитии данного предприятия, необходимо понять, что мебельный рынок высококонкурентный и, если даже нарастить производство, то могут возникнуть трудности с ее сбытом. Поэтому необходимо провести углубленный анализ рынка мебели, прежде чем увеличивать ее производство. Так как в холдинге маркетинговое подразделение, хотя и есть, но собственными силами вряд ли может справиться с поставленной проблемой. Необходимо воспользоваться консалтинговыми услугами.

3. Перейдем ко второму предприятию, производящему упаковку. Его вклад в выручку почти наполовину меньше – 7 400 тыс. руб. и почти на 40% меньше чистая прибыль данного предприятия – 844 тыс. руб. Поэтому в первую очередь необходимо решать судьбу данного предприятия. За последние три года объем выручки сократился практически вдвое. Рынок сбыта упаковки, которую производят на предприятии, сокращается, появляется более современная по качественным и внешним характеристикам упаковка. На основе этой информации руководство и собственники пришли к выводу, что данный бизнес нужно продать. Встает проблема оценки ликвидационной стоимости предприятия. При этом важно определить, можно ли продать предприятие как единый имущественно-производственный комплекс или вести распродажу по частям.

4. *Ликвидационная стоимость* - это обоснованная стоимость продажи активов предприятия за вычетом общей суммы обязательств и затрат на продажу. Стоимость активов предприятия на конец 2006 г. Составила 11 500 тыс. руб. Сумма обязательств составила 8 400 тыс. руб. Предположим, что затраты на продажу составят 1 100 тыс. руб., тогда *ликвидационная стоимость* будет равна 2 000 тыс. руб.

5. По мнению собственников и руководства холдинга, полученные средства от ликвидации предприятия по упаковке нужно вложить в мебельное производство. Расчеты, проведенные работниками холдинга относительно прогноза объемов продаж по годам находятся в таблице 3.

6. Фактическая стоимость холдинга в 2007 г. при сохранении предприятия, производящего упаковку, уменьшается и становится 21 052 тыс. руб.(табл. 4)

7. Фактическая стоимость холдинга в 2007 г. при ликвидации предприятия, производящего упаковку, получается 22 262 тыс. руб. (табл. 5).

Таким образом, мы показали, как можно определить фактическую стоимость холдинга упрощенным способом, ориентируясь на результат его чистой прибыли. Этот метод можно использовать для самооценки малых предприятий.

Таблица 1

Действующее предприятие	Поэлементная оценка
<i>Обоснованная рыночная стоимость.</i> Этот вид стоимости отражает оба подхода и соответствует максимуму из стоимостей, полученных посредством использования двух подходов.	
<i>Инвестиционная стоимость.</i> Это обоснованная стоимость предприятия для конкретного или предполагаемого владельца. Учитывает прирост прибыли от использования ноу-хау, планов реорганизации и т. п.	<i>Ликвидационная стоимость.</i> Это обоснованная стоимость продажи активов предприятия за вычетом общей суммы обязательств и затрат на продажу.

Рис. 1. Классификация видов стоимости по разным признакам

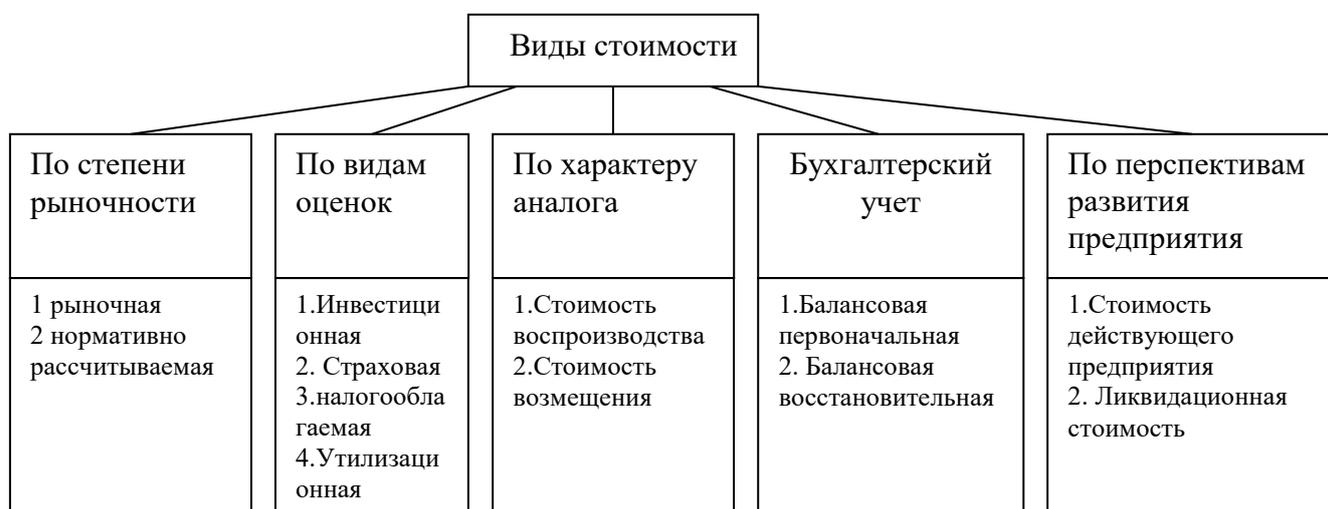


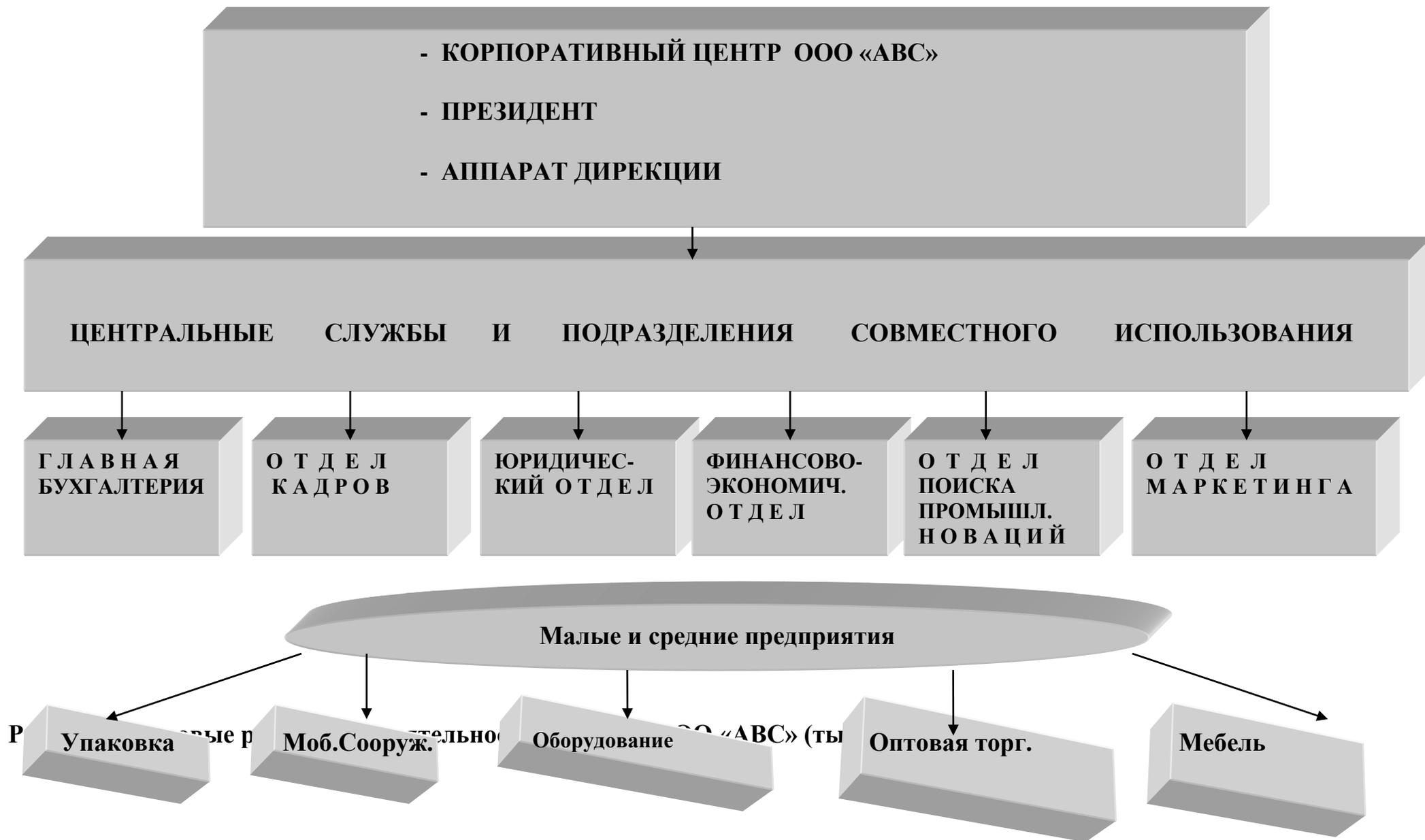
Таблица 3. Прогноз объемов продаж мебельного предприятия (тыс. руб.)

Годы	2006	2007	2008	2009	2010
Объемы продаж	14 400	18 700	24 300	29200	32 100
Чистая прибыль	844				

2. Оценка стоимости: ключевые модели

1. Что такое стоимость и как ее измерить?
Лопатников Александр, управляющий директор компании American Appraisal
2. Управление стоимостью и Международные стандарты финансовой отчетности
Лопатников Александр, управляющий директор компании American Appraisal
3. Организация оценочной деятельности в Российской Федерации.
Федотова Марина Алексеевна, д.э.н, профессор, заведующая кафедрой оценочной деятельности и антикризисного управления Финансовой Академии при Правительстве РФ.
4. Оценка стоимости при проведении реструктуризации компании
Федотова Марина Алексеевна, д.э.н, профессор, заведующая кафедрой оценочной деятельности и антикризисного управления Финансовой Академии при Правительстве РФ.
Тазихина Т.В.
5. Оценка стоимости интеллектуального капитала
Якубова
6. Оценка компаний с использованием теории реальных опционов *Проф. Валдайцев, СПбГ*
- 7.** Оценка стоимости холдинга из малых и средних предприятий

Рис. 2. ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА УПРАВЛЕНИЯ ООО «АВС»



Холдинг ООО «АВС»
Объем продаж -85 100
Чистая прибыль – 21 202



1. Изучение рыночных позиций
Определить прибыль для собственников и, если есть инвесторов
2. Провести сравнительный анализ положения предприятий и самого холдинга
Обрисовать положение компаний, отражающих общую картину рынка

3. Определение денежных потоков холдинга
Установить, где возникают денежные потоки холдинга и куда они тратятся, а также какую прибыль они порождают
4. Создание комплексной картины рынка
Определить исходные предпосылки, на которых строится текущая рыночная стоимость

Рис4. Схема оценки рыночных позиций холдинга

Таблица 2. Отчет о движении денежных средств по основной деятельности по предприятиям холдинга в 2006 г.

	I Т.р. Упаковка	II Мобильные сооружения	III Оборудование	IV Оптовая торговля	V Мебель	холдинг
Выручка	7 400	12 800	15 600	34 900	14 400	85 100
Затраты	4 290	6 570	7 960	15 700	9 600	44 120
Валовая прибыль	3 110	6 230	7 640	19 200	4 800	40 980
Коммерческие расходы	960	1 100	2 118	1 540	1 020	6 738
Управленческие расходы	1 040	1 034	1 310	908	1 152	5 444
Прибыль до налогообложения	1 110	4 096	4 212	16 752	1 728	27 898
Налог на прибыль	266	983	1 011	4 028	415	6 703
Чистая прибыль	844	3 113	3 201	12 734	1 313	21 205
Рентабельность, %	15	32	27	48	12	33

Таблица 4. Прогноз движения денежных средств по основной деятельности по предприятиям холдинга при сохранении предприятия, производящего упаковку

	Предприятие 1	Предприятие 2	Предприятие 3	Предприятие 4	Предприятие 5	Холдинг
Поступление денежных средств в 2007 г.	6 900	13 700	16 800	36 200	18 700	92 300
Выплаты денежных средств по основной деятельности						
Затраты	3 900	6 950	8 400	17 900	11 200	48 350
Коммерческие расходы	920	1 250	2 240	3 100	2 700	10 210
Управленческие расходы	1 040	1 100	1 400	1 100	1 400	6 040
Налог на прибыль	250	1 056	1 142	3 384	816	6 648
Чистая прибыль	790	3 344	3 618	10 716	2 584	21 052

Таблица 5. Прогноз движения денежных средств по основной деятельности по предприятиям холдинга при ликвидации предприятия, производящего упаковку

	Предприятие 1	Предприятие 2	Предприятие 3	Предприятие 4	Предприятие 5	Холдинг
Поступление денежных средств в 2007 г.	2 000	13 700	16 800	36 200	18 700	87 400
Выплаты денежных средств по основной деятельности						
Затраты	6 950	8 400	17 900	11 200	44 450	
Коммерческие расходы	1 250	2 240	3 100	2 700	9 290	
Управленческие расходы	1 100	1 400	1 100	1 400	5 000	
Налог на прибыль	1 056	1 142	3 384	816	6 398	
Чистая прибыль	3 344	3 618	10 716	2 584	22 262	

Инвестиционная привлекательность глазами инвестора

инвестиционная привлекательность компании
clientele effect
институциональные портфельные инвесторы
private equity фонды
стратегические инвесторы из отраслей
фонды венчурных инвестиций

Люди играют в игры. В игры азартные люди играют наиболее охотно. Чем сильнее ощущение контроля над событиями, тем с большим энтузиазмом вовлекаются люди в игру, неважно реален упомянутый контроль или иллюзорен. Развитие финансовых рынков, где все кажется управляемым – от разработки стратегии игры до выбора конкретных ценных бумаг – существенно раздвинуло границы «игровой площадки» человечества, предоставив последнему дополнительные возможности меряться силами и собирать лавры. Правила игры относительно просты: склонность к риску, возможность этот риск принимать и степень мастерства в инвестиционной игре задают для каждого участника гонимую желаемую доходность – цель и выбираемый портфель ценных бумаг – средство достижения указанной цели.

В таком случае **инвестиционная привлекательность компании** означает степень ее соответствия идеальному образу актива, гарантирующего достижение цели выходящего на рынок инвестора, который тот нарисовал в своем сознании. Это предполагает способность бизнеса генерировать положительный денежный поток, суммарная величина которого является достаточной, чтобы покрыть расходы, связанные с приобретением и, чаще всего, последующей продажей указанного бизнеса и гарантировать входящему в компанию игроку некоторый ожидаемый уровень дохода с приемлемым для него уровнем риска. Факторы, влияющие на упомянутую «генерирующую» способность, формируются как на уровне компании, так и на уровне отрасли/страны ведения бизнеса.

Далее приведенного заявления продолжать разговор об инвестиционной привлекательности на общем уровне не имеет смысла. Уровень развития финансовых рынков к настоящему времени настолько высок, а степень вовлеченности общества в инвестиционные игры столь глубока, что на рынках присутствуют игроки самых разных «весовых» категорий. Никто не будет спорить с утверждением, что крупный хедж-фонд, большая производственная компания или скромный среднестатистический индивидуальный инвестор разительно отличаются склонностью к риску, временной и финансовой возможностью риск принимать, объемом размещаемых средств и преследуемыми целями. Неудивительно поэтому, что и понятие «инвестиционно привлекательной компании» для каждого из приведенных выше участников будет различаться. А значит, и набор факторов, формирующих инвестиционную привлекательность компании, будет определяться обособленно, подчиняясь требованиям конкретного инвестора. Подобное явление на рынке получило название *clientele effect*, и должно безусловно учитываться менеджментом, когда речь заходит о популярном стремлении повысить инвестиционную привлекательность компании.

К счастью, многообразие инвесторов на рынке все же поддается некоторому упорядочиванию, классификации и последующей сегментации в соответствии с доминирующими характеристиками по следующим параметрам: ожидаемая доходность, степень принимаемого риска, объем инвестиций, уровень профессионализма в формировании/управлении портфелем, уровень отраслевой экспертизы/профессионализма в операционном управлении бизнесом (рис. 1). В выбранной системе координат имеет смысл выделять следующие группы рыночных игроков:

- **Институциональные портфельные инвесторы** – финансовые инвесторы, заинтересованные вопросами формирования диверсифицированного портфеля, приобретающие небольшие доли участия, не обладающие аналитической базой/опытом для

проведения глубокой экспертизы операционного бизнеса, поэтому осуществляющие выбор компаний (в том числе и закрытых) быстро, без глубокого анализа, с использованием стандартных критериев, в последующем в вопросы управления бизнесом не вмешивающиеся. Текущая стабильность и прибыльность бизнеса, его финансовая устойчивость, прочное положение на рынке, низкая рисковость отрасли в целом являются обязательными требованиями, которым должна отвечать инвестиционно привлекательная для данной группы инвесторов компания;

- **Private equity фонды** – инвесторы, претендующие на роль стратегических партнеров компании на среднесрочный временной период (3-5 лет), готовые принимать определенное участие в решении операционных вопросов бизнеса, приобретающие для этих целей как минимум блокирующие пакеты. Обладают глубокой отраслевой экспертизой для оценки/отбора проектов, при вхождении в проект накладывают многочисленные условия и ограничения на ведение бизнеса. В связи с этим высокая прибыльность бизнеса и выход его на зрелую стадию развития в момент входа в компанию для указанных фондов не является принципиальным, однако жестко ограниченный временной период участия в проекте (не более 5-6 лет) и требование существенного upside роста стоимости по истечении указанного срока предполагают наличие у компании обоснованных перспектив значительного роста, усиления рыночных позиций и увеличения рентабельности деятельности. Кроме того, в число факторов инвестиционной привлекательности компаний в обязательном порядке входит четко проработанная стратегия развития компании, логичным образом включающая в себя выход фонда из бизнеса по истечении срока инвестирования, будь то IPO, продажа преопределенному стратегическому инвестору, выкуп акций существующими акционерами или что-то иное;

- **Стратегические инвесторы из отраслей** – производственные холдинги, реализующие экзогенную стратегию роста, заинтересованные в приобретении в первую очередь материальных и нематериальных активов компании, обладающие контрактами/связями/рычагами давления для эффективного ведения бизнеса в родной отрасли. При высоком качестве/инвестиционной стоимости активов компании инвестиционно привлекательным может быть бизнес, характеризующийся низкой рентабельностью, операционной неэффективностью и плохим менеджментом, то есть бизнес, являющийся привлекательным объектом для поглощения (при условии, что негативные аспекты деятельности могут быть исправлены с приходом стратегического инвестора);

- **Фонды венчурных инвестиций** – слабо представленные на российском рынке институциональные инвесторы, в целом похожие по стилю работы на финансовом рынке на private equity фонды, однако специализирующиеся на более рискованных инвестициях и требующие в связи с этим более высокую доходность вложений. Доминирующими чертами инвестиционной привлекательности для венчурных фондов является существенный потенциал роста отрасли и компании вкупе с гарантированной стратегией последующего выхода из проекта;

- **Индивидуальные мелкие инвесторы** – как правило, низкопрофессиональные мелкомасштабные игроки на рынках капитала, приобретающие очень незначительные доли участия, не обладающие способностью и возможностью анализа операционного бизнеса и ориентирующиеся в значительной степени на рекомендации покрывающих рынок аналитиков и/или динамику рынка как такового (то есть поведение прочих игроков на рынке). В число факторов, формирующих инвестиционную привлекательность для этой группы инвесторов, входят позитивный новостной фон для компании, оптимистичная динамика ее основных финансовых показателей, высокая степень информационной прозрачности и пр.

- Таким образом, постановка задачи повышения инвестиционной привлекательности компании (рис. 2) сначала предполагает выбор целевой группы инвесторов, на которую будет ориентироваться компания, а уже затем выделение ряда факторов, формирующих

инвестиционную привлекательность для выбранной группы, и последующее воздействие на них. Целевая группа инвесторов, в свою очередь, однозначно задается текущим статусом компании на рынке капиталов (публичная торгуемая, закрытая крупная и известная, закрытая небольшая и неизвестная) и ее дальнейшей стратегией развития (выход на публичный рынок, уход с рынка, сохранение статуса закрытой компании). Так, публичной торгуемой компании, не предполагающей переход в статус закрытой, ожидаемо следует ориентироваться на портфельных инвесторов и, в меньшей степени, индивидуальных игроков на рынке. Компании закрытой, небольшой по размерам, но нуждающейся в долевом финансировании, следует внимательней отнестись к ожиданиям private equity фондов или потенциальных стратегических партнеров из отрасли. История компаний start-up (выход на рынок) – в основном для венчурных фондов, и т.д.

Как правило, рассуждая о способах повышения инвестиционной привлекательности компании, речь негласно ведут о группе публичных компании и доминирующих на рынке игроках – институциональных портфельных и, в меньшей степени, индивидуальных инвесторах. Сохранив в уме оговорку об ограниченности подобного подхода, продолжим анализ в традиционно принятых границах.

Очевидно, что инвестиционная привлекательность, или способность генерировать положительный и достаточный по объему поток денежных средств, определяется в первую очередь фундаментальными факторами роста стоимости компании, такими как уровень конкурентоспособности, операционная эффективность бизнеса, величина затрат на капитал, и пр. Однако степень освещенности данного аспекта в экономической литературе к настоящему времени столь высока, что писать об этом на уровне теории уже не имеет смысла. Более интересным представляется взгляд на вопросы повышения инвестиционной привлекательности публичных компаний с иной стороны. Одновременное действие таких факторов как необъективность оценок и нерациональность поведения любого индивида на рынке, а также информационная неэффективность рынков капитала и ограниченный характер раскрываемой компанией информации предоставляют последней уникальный шанс повышения инвестиционной привлекательности путем воздействия на факторы иные, помимо фундаментальных. Подобные практики можно назвать управлением настроениями инвесторов, поскольку они предполагают учет и эксплуатацию психологических паттернов поведения индивидов, будь то частный инвестор или аналитик финансового института, при принятии выбора в условиях неопределенности. Практики включают широкий набор мер, затрагивающие все сферы принятия решений в компаниях, из которых предлагается рассмотреть лишь несколько: политику по управлению доходами, политику по раскрытию информации (рис. 3).

Основная суть политики по управлению доходами заключается в поддержании сглаженного характера динамики доходов компании, сокращении уровня избыточной ее волатильности и формировании положительного тренда показателей доходности, ориентированного на достижение некоторого продекларированного целевого уровня. Компания, чьи показатели деятельности соответствуют обозначенным, воспринимается инвесторами как перспективная и финансово устойчивая, достойная вложения средств, иными словами – более инвестиционно привлекательная. Практика показывает, что, при прочих равных условиях, фирмы, демонстрирующие постепенный рост прибылей во времени, торгуются на рынке с премией по сравнению с аналогичными, подобного сглаженного роста не имеющими. Растущие компании, которым не удастся достичь тех показателей доходности, которых, с точки зрения аналитиков и инвесторов, они должны были достичь, отмечают существенное падение цен на свои акции в день объявления финансовых результатов.

Отмеченные явления объясняются уверенностью инвесторов в том, что успешная компания всегда сможет найти средства, чтобы продемонстрировать ожидаемый уровень доходности. Неспособность отыскать деньги для указанной цели может рассматриваться как свидетельство наличия у компании скрытых проблем. Кроме того, после того, как были продекларированы некие целевые уровни доходности на будущее, получение доходов в

меньшем объеме будет свидетельствовать о плохом управлении компанией (даже не в том смысле, что прогнозы не оправдались, а в том, что менеджмент не в состоянии построить корректные прогнозы результатов своей деятельности). Возникающая как закономерный результат неопределенность в отношении перспектив компании, реализуется в сокращении цен на акции, поскольку ни инвесторы на рынке, ни аналитики не любят неопределенности. Иными словами, именно предсказуемость будущих доходов и, соответственно, предсказуемость денежных потоков, волнует аналитиков и инвесторов. Стабильная динамика доходов упрощает процесс их предсказание. Понижение степени предсказуемости приводит к росту премии за риск инвестирования в конкретную компанию на рынке. Важность фактора экспертных прогнозов для современных компаний трудно переоценить. Поскольку факты получения корпорациями убытков стали на современном рынке достаточно редким феноменом, потому существенно возросла сила реакции рынка на отсутствие согласующихся прогнозов аналитиков по поводу перспектив компании. При этом скачок цен тем заметнее, чем больше внимание традиционно уделяется аналитиками данной конкретной компании.

Список наиболее широко используемых методов управления доходами включает признание разовых расходов, смещение времени реализации инвестиционных вложений и получения их отдачи, изменение принципов учетной политики, изменение момента признания доходов или расходов. В политику управления доходами также входят ухищрения, к которым компании прибегают в случае, когда целевых показателей доходности достигнуть все же не удалось. Например, в таком случае с некоторым запозданием может быть созвана конференция для журналистов, на которой основное внимание представители компании будут сосредотачивать на положительных аспектах ее деятельности.

При этом следует иметь в виду, что основное внимание инвесторов и аналитиков рынка капитала сосредоточено именно на показателях дохода компании (а не денежного потока), и особенно EPS. Исследования показывают, что наибольшая важность придается показателям поквартальной/годовой прибыли (в сравнении с аналогичным показателем за тот же период прошлого года), заключениям аналитиков о характере динамики доходов, и самому факту наличия у компании прибыли по результатам деятельности за период. Фактически, это означает, что бухгалтерские показатели прибыльности воспринимаются инвесторами как более важные по сравнению с показателями денежных потоков, адекватно отражающими результаты деятельности компании. Зарубежные эмпирические исследования показывают, что различия в уровне показателей прибыльности по бухгалтерской отчетности служат лучшим объясняющим фактором вариации цен на акции нежели показатели операционного денежного потока.

При этом «фиксация» на определенном ограниченном наборе индикаторов столь сильна, что не подвергается сомнению, даже когда противоречит здравому смыслу в наиболее простых и очевидных случаях. Так, для компаний с длительным циклом, в которых реальные экономические решения отражаются в показателях доходности с большим запозданием, разумно было бы ожидать, что наибольшую информативную ценность для инвесторов будут иметь такие показатели как наличие патентов или протяженность газо-, нефтепроводов, а не уровень прибыльности, отражающий скорее ситуацию в отдаленном прошлом компании. Однако, как правило, результаты проводимых исследований не обнаруживают никаких существенных различий в том, на какие показатели прежде всего обращается внимание инвесторов.

Объяснение столь большой важности показателей доходности, и в первую очередь EPS, лежит в плоскости психологических особенностей принятия решений и включает прежде всего способность оперировать только упрощенными и наглядными понятиями и категориями и эвристику доступности. Функционирование рынка со временем усложняется, аналитики забрасывают инвесторов все большим количеством расчетных и оценочных показателей. Для принятия решений инвесторы нуждаются в простом показателе, который бы в достаточной степени агрегировал основные особенности деятельности компании, делал

возможным сравнение различных компаний на рынке, смысл которого был бы легко понимаем. Данным показателем и становится EPS (реже, какой-либо иной показатель рентабельности). В немалой степени это происходит потому, что именно этот/эти индикаторы получают наибольшее по сравнению с другими показателями освещение в средствах массовой информации и обзорах аналитиков (вступает в действие эвристика доступности). Использование только одного индикатора вместо целой группы существенным образом упрощает для инвесторов задачи прогнозирования будущей динамики развития компаний (большинство не обладает необходимыми знаниями финансовой математики, необходимыми для этих целей). Оценка же достигнутого развития компании осуществляется простым сопоставлением фактического показателя EPS с тем, который, по мнению большинства игроков на рынке, она должна иметь.

Помимо инструментария для управления доходами частью политики по манипулированию настроениями инвесторов на рынке являются решения о полноте раскрытия информации о компании аутсайдрам. Как правило, компании предпочитают в добровольном порядке раскрывать инвесторам дополнительную информацию о своей деятельности (помимо той, что требуется по закону) для того, чтобы понизить уровень ассоциируемых с компанией рисков и повысить инвестиционную привлекательность. Существует устойчивое убеждение, что недостаток данных, неаккуратность, непунктуальность и нестабильность их предоставления негативным образом отражается на ценах акций. При этом сравнение идет уже не с объемом требуемой по закону информации, а с объемом информации, раскрываемой конкурентами.

При этом отбор раскрываемой информации следует проводить очень тщательно и с таким расчетом, чтобы не предоставить инвесторам в текущем периоде данные, которые в последующем компания может быть заинтересована скрыть, не разглашать или просто не сможет предоставить (например, разрабатываемые компанией прогнозы доходов). В некоторых случаях может быть предпочтительно сначала раскрыть рынку негативную информацию и лишь позже – позитивную, что позволит укрепить положительное восприятие компании рынком (последняя информация, которая останется в памяти инвесторов, согласно действию эвристики доступности, будет обнадеживающей). В то же время, например, для компании, переживающие длительную полосу неудач и плохих результатов, предпочтительно отложить момент оглашения негативных новостей на максимально возможно позднее время.

Наконец, следует отметить, что в список инструментария для управления инвестиционной привлекательностью компании через воздействие на настроения инвесторов входят порой весьма специфические приемы. Например, к настоящему времени уже неоднократно был зафиксирован эффект воздействия на восприятие компании инвесторами простой смены ее наименования. Исследования рынков неоднократно фиксировали многочисленные факты изменения названия компаниями в периоды чрезмерного всплеска интереса рынков к акциям фирм железнодорожных и угледобывающих отраслей в 1850е годы, автомобильной индустрии в 1910е годы, авиакомпаний в 1920е годы, сектора высоких технологий в 1960е годы, биоинженерии – в 1980е годы. В такое время инвесторы, как правило, стремятся получить долю прибылей в наиболее успешном секторе. При этом желание столь сильно, что иногда ситуация становится просто комичной. Так, в анекдот превратилась история, когда в период бума на рынке акций компаний авиаперевозок инвесторы кинулись покупать акции компании под названием Seaboard Airlines, которая впоследствии оказалась железнодорожной корпорацией, просто поменявшей свое название.

Эмпирические тестирования эффекта изменения наименования компаний из Интернет - сектора до и после бума на фондовом рынке в 2000 году зафиксировали очевидное и статистически значимое стремление компаний добавлять в фирменные наименования элементы, ассоциирующиеся в сознании инвесторов с Интернет – сектором (например, Inter-, Net, .com и пр.) в период позитивного настроения рынка по поводу высокотехнологичных компаний. Также было зафиксировано не менее сильное стремление убирать из

наименований указанные элементы, когда оптимистические настроения на рынках сменились на негативные. Речь идет именно о простой смене наименования, не затрагивающей вид деятельности компании, бизнес-модель, состав менеджмента или иные характеристики, воздействующие на фундаментальные показатели деятельности. При этом указанные изменения приводили к исключительно положительной реакции рынка, выразившейся в увеличении цен на акции компаний, своевременно изменявших названия.

Таким образом, понятие инвестиционной привлекательности является индивидуализированным и существенным образом зависит от характеристик конкретного инвестора (групп инвесторов), а именно: склонности к риску, способности этот риск нести, объемов размещаемых средств, требуемой доходности, иных помимо финансовых целей. Как результат, различаются и факторы, которые определяют упомянутую инвестиционную привлекательность и на которые следует воздействовать с целью повышения последней. При этом, в общем и целом существует две группы факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность компании: фундаментальные факторы роста стоимости и факторы, формирующие понятие иррациональности поведения инвесторов. Последние предлагают компании уникальную возможность повышать инвестиционную привлекательность с использованием нетрадиционных мер, направленных на управление настроениями рынка капиталов.

Рис. 1. Ключевые характеристики инвесторов

Склонность к риску
Финансовые и временные возможности принимать риск
Ожидаемая доходность
Объем размещаемых средств
Цели иные помимо получения ожидаемой доходности
Уровень профессионализма в формировании/управлении портфелем

Рис. 2 Алгоритм разработки мер для повышения инвестиционной привлекательности компании



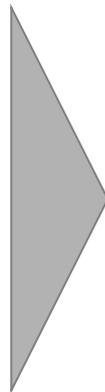
*ИП – инвестиционная привлекательность

Рис. 3 Классификация факторов инвестиционной привлекательности компании и мер для ее повышения

Факторы ИП*

Фундаментальные факторы
роста стоимости

Факторы, формирующие
иррациональное поведение
инвесторов



Меры повышения ИП

Бизнес-решения, повышающие
эффективность деятельности и
стоимость компании

Меры по управлению
настроениями инвесторов и
аналитиков на рынках капитала

*ИП – инвестиционная привлекательность

Частная закрытая и публичная компания: в чем разница?

компания

акционерное общество (АО)

открытое акционерное общество (ОАО)

закрытое акционерное общество (ЗАО)

публичное акционерное общество

народное предприятие

частная корпорация

общество с дополнительной ответственностью

С точки зрения институциональной экономической теории каждая организационно-правовая форма обладает сравнительными преимуществами и недостатками, позволяющими ей успешно конкурировать и сосуществовать с иными организациями. Оценивая соответствующие преимущества и недостатки применительно к роду осуществляемой деятельности, стратегии развития компании, состоянию рынка и ряду иных факторов, предприниматель склоняется к выбору в пользу той или иной организационной формы.

Компания (англ. company/partnership) – коллективный субъект, созданный на основе договора, заключённого между несколькими лицами, которые объединяют свои денежные средства, имущество или предприятия с целью получения дохода. Средства, вносимые каждым членом компании, объединяются и образуют имущество, обособленное от имущества каждого из них. Это имущество, предназначенное для совместной эксплуатации, принадлежит компании как таковой, и она выступает как юридическое лицо, отличное от входящих в её состав физических лиц и обладающее определёнными правами и обязанностями.

Различные виды компаний можно разделить на две крупные категории:

- некоммерческие компании и
- коммерческие компании.

Последние в свою очередь делятся на :

- компании, объединяющие отдельных лиц (полные товарищества) и
- компании, объединяющие капиталы (командитные товарищества (КО), общества с ограниченной ответственностью (ООО), акционерные общества (АО))

Акционерные же общества делятся на открытые акционерные общества (ОАО) и закрытые акционерные общества (ЗАО) (рис.1)

Акционерное общество (АО) (корпорация, англ. Company limited by shares; Corporation; Joint stock company; Public company, нем. Aktiengesellschaft (AG); фр. Societe Anonyme (SA)) - организационно-правовая форма существования и функционирования компаний, формирующих свой капитал посредством выпуска и продажи акций. Акционерное общество создается на основе добровольного соглашения юридических и физических лиц и имеет своей целью совместную хозяйственную деятельность, направленную на получение прибыли в интересах акционеров.

Акционерным обществом признается коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу. Акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций. Акционеры, не полностью оплатившие акции, несут солидарную ответственность по обязательствам общества в пределах неоплаченной части стоимости принадлежащих им акций. (ст. 2 федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ "Об акционерных обществах".)

Открытое акционерное общество (ОАО), публичное акционерное общество (англ. Public limited company (Plc)) – акционерное предприятие, акции которого свободно продаются на фондовом рынке, объединение нескольких граждан и/или юридических лиц для совместной хозяйственной деятельности. В ОАО могут принять участие любые представители населения. Открытое акционерное общество обязано ежегодно публиковать годовой отчет, бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках.

Акционеры АО открытого типа несут ответственность по обязательствам общества в пределах своего вклада (пакета принадлежащих им акций). Акционеры открытого акционерного общества могут отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров этого общества. Такое общество вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции и осуществлять их свободную продажу с учетом требований Ст. 7 Федерального закона РФ от 26.12.1995 № 208-ФЗ "Об акционерных обществах". Открытое общество вправе проводить закрытую подписку на выпускаемые им акции, за исключением случаев, когда возможность проведения закрытой подписки ограничена уставом общества или требованиями правовых актов Российской Федерации. Число акционеров открытого общества не ограничено.

Закрытое акционерное общество (ЗАО) (англ. Closed corporation) - акционерное общество, акции которого могут переходить от одного лица в собственность другого лица только с согласия большинства акционеров, если иное не оговорено в уставе общества. Общество, акции которого распределяются только среди его учредителей или иного, заранее определенного круга лиц, признается закрытым обществом. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции либо иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц. Число акционеров закрытого общества не должно превышать пятидесяти. (Ст. 7 федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ "Об акционерных обществах".) Акционерное общество закрытого типа - по законодательству РФ - объединение граждан и/или юридических лиц для совместной хозяйственной деятельности. Уставный фонд АО закрытого типа образуется только за счет вкладов учредителей. Все участники АО закрытого типа отвечают по обязательствам общества в пределах своих вкладов в его уставный капитал.

Выделяют также народное предприятие, частную корпорацию, а также общество с дополнительной ответственностью.

Народное предприятие (англ. Public enterprise) - закрытое акционерное общества с ограничением количества акций на одного пайщика с выплатой дивидендов пропорционально объему вложенного труда.

Частная корпорация (англ. Private corporation) - акционерное общество с незначительным числом членов, в котором основная масса акций принадлежит одному владельцу или членам одной семьи.

Общество с дополнительной ответственностью - товарищество, закрытое акционерное общество, в котором ответственность партнеров не ограничивается размерами пая, а распространяется на часть или все имущество, находящееся в их личной собственности.

При отсутствии необходимости в привлечении неограниченного круга лиц в реализации бизнес — целей предпочтительнее использование ЗАО и ООО при выборе типа организационно-правовой формы. Правовой статус ООО и ЗАО практически совпадает, т.к. обе эти ОПФ являются хозяйственными обществами. Основное отличие ООО от ЗАО состоит в том, что уставной капитал ООО складывается из долей участников, а в ЗАО уставной капитал состоит из акций. При этом доля в уставном капитале ООО представляет собой имущественное право участника, а акция является ценной бумагой. Однако, для формирования уставного капитала ЗАО осуществляет выпуск акций и их государственную регистрацию в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) России, что означает более сложную процедуру создания ЗАО и распространение

на него законодательства о рынке ценных бумаг и защите прав инвесторов. По экономическому содержанию ОАО и ЗАО различаются весьма существенно. **Закрытое акционерное общество**, по существу, более развитый вариант общества с ограниченной ответственностью; уже само название подчеркивает невозможность свободного (экономически обусловленного) движения собственности, контроля и управления. **Открытое акционерное общество** представляет собой организацию, которая обеспечивает максимально возможную экономическую свободу участников, приоритет их интересов, отсутствие ограничений на распоряжение собственностью, адекватные механизмы контроля и управления.

Структура акционерного капитала закрытого акционерного общества однообразна и узко ориентированна: достаточно ограниченное число субъектов создают “под себя” хозяйственную организацию, подчиняя ее своим экономическим интересам. Такое организационное оформление не только гарантирует учредителям постоянство характера отношений собственности, контроля и управления организацией, но и сохраняет в значительной степени условия информационной закрытости общества. Собственность находится под полным контролем учредителей, ее переход в руки “сторонних покупателей” практически исключен: акционеры имеют преимущественное право приобретения акций, продаваемых другими акционерами общества. Тем самым контроль над предприятием и формирование органов управления находятся в руках одних и тех же лиц. В этом отношении представляется интересной возможность участия в акционерном капитале закрытого акционерного общества (это характерно и для обществ с ограниченной ответственностью и акционерных обществ открытого типа) как юридических, так и физических лиц. Это положение существенно трансформирует отношения контроля и управления по сравнению с частными предприятиями.

Препятствия, которыми окружен процесс рыночного изменения собственности в ООО и ЗАО, с известной долей гарантированности способствуют сохранению функции контроля и управления в руках субъектов, реализующих корыстные интересы в ущерб интересам других участников. Информационная закрытость (ЗАО, как правило, не обязано публиковать для всеобщего сведения годовой отчет, баланс, счет прибылей и убытков) позволяет особо не распространяться об управленческих достижениях и результатах хозяйствования. Поэтому рыночная оценка капитала и его составных частей искажается, поскольку рынок как бы “не допускается” в полном объеме в сферу контроля эффективности распоряжения собственностью.

«Плюсы» и «минусы» ОАО и ЗАО приводятся в Таблице 2 и Таблице 3. В значительной степени перечисленных в таблице 3 недостатков ЗАО лишено **акционерное общество открытого типа (ОАО)**. Это наиболее зрелая форма организации совместной экономической деятельности.

Решающим фактором выбора организационно-правовой формы компании является объем средств, необходимых для осуществления процесса производства или оказания услуг в конкретной (отраслевой, региональной) сфере экономики. Их должно быть достаточно, как минимум, для выведения предприятия в точку безубыточности. Чем больше требуется средств для ведения бизнеса, тем более развитой должна быть его организационно-правовая форма.

Далее следует определять изменения выбранной организационно-правовой формы темпами экономического роста организации и обусловленную этим потребность в финансировании. Дополнительные источники средств, обеспечивающие развитие организации, могут быть найдены либо за счет вовлечения в бизнес новых субъектов (собственников), либо за счет нахождения источников заемных ресурсов. Расширение круга собственников - учредителей, участников организации - почти всегда требует экономически более зрелой организационно-правовой формы (например, число участников обществ с ограниченной ответственностью и закрытых акционерных обществ не может превышать установленного законом предела). Только **открытое акционерное**

общество располагает неограниченными возможностями привлечения новых акционеров. Важное значение имеет и механизм ограниченной ответственности участия в бизнесе, который позволяет минимизировать и распределить риск потери финансовых вложений. Широкое использование заемных средств, прежде всего - кредитов банков, также зависит от формы ведения бизнеса: фирмы с большим и растущим объемом собственных средств более предпочтительны для кредиторов, зачастую имеют с финансовыми структурами прочные экономические связи.

В российских условиях существенно различаются организационно-правовые формы предприятий в зависимости от отраслевой принадлежности: в реальном секторе экономики наиболее распространены открытые акционерные общества (за исключением отдельных отраслей - строительство, пищевая промышленность, производственная инфраструктура), сфера финансовых, страховых, торговых услуг характеризуется закрытостью для потенциальных и заинтересованных инвесторов, отсутствием информации, непредсказуемостью и неожиданностью результатов функционирования (ООО, ЗАО).

Если сравнивать организации по критерию открытости, то основное сравнительное преимущество *организаций закрытого типа* состоит в концентрации инструментов контроля и управления. Дополнительно можно отметить существенно меньшую зависимость компаний такого рода от конъюнктуры фондовых рынков, чисто спекулятивных факторов. Соответствующая форма хороша для сравнительно небольших предприятий (хлебозаводов, пищевых комбинатов и пр.), работающих на стабильных рынках с умеренным уровнем конкуренции, не планирующих осуществлять активную экспансию в ближайшем будущем. Концентрация собственности в руках узкого круга лиц дает организации определенные гарантии защиты от нежелательных слияний и поглощений. В рамках ЗАО в России издаются журналы Forbes, Newsweek и ComputerBild.

Сравнительные преимущества классических *акционерных обществ открытого типа* сводятся к возможности более активного использования внешних источников финансирования, привлекаемых, в частности, в форме портфельных инвестиций. "Платой" за возможность привлечения дополнительных финансовых ресурсов является большая прозрачность компании: портфельному инвестору, лишенному возможности участия в управлении компании, требуется максимально полная информация о ее деятельности. Таким образом, перед предпринимателем всегда стоит дилемма: большая приватность или расширенные возможности привлечения дополнительных средств. Практика показывает, что выбор в пользу второго варианта, как правило, осуществляется предпринимателями, работающими в острых конкурентных условиях, применяющими агрессивные конкурентные стратегии, ориентированные на рыночную экспансию. Именно к такого рода компаниям относятся и "ВымпелКом", и МТС, и "Вимм-Билль-Данн" - российские компании, успешно осуществившие первичное публичное размещение своих акций (IPO). Предприниматели, работающие в описанных условиях, остро нуждаются в возможности мобилизации капитала в целях конкурентной борьбы. Публичное размещение акций для такого предпринимателя является удобным инструментом, позволяющим реализовать институциональные преимущества *акционерного общества открытого типа*. Перечень сведений о компании, предоставляемых при регистрации ОАО и ЗАО приведен в табл. 1. Насколько ситуация, сложившаяся в России, способствует переходу к статусу *публичных компаний*? По результатам приватизационных процессов в России появилось огромное количество ОАО, подавляющее большинство которых являются открытыми лишь номинально. Акции таких компаний сосредоточены в руках узкого круга лиц и не имеют хождения на бирже. На уровне экономики в целом обращает на себя внимание тот факт, что в структуре инвестиций в российскую экономику портфельные инвестиции практически отсутствуют. Это значит, что к настоящему моменту конкурентные преимущества *открытых акционерных компаний* в российской экономике в полной

мере не реализуются. Соответственно, практически не использовались до последнего времени и возможности по осуществлению первичного публичного размещения ценных бумаг. На это были объективные причины.

Во-первых, переход к IPO связан со значительными издержками и для не слишком крупных российских компаний является нерентабельным. Первичное публичное размещение ценных бумаг компаний стоимостью \$10- 20 млн. лишено смысла. В то же время следует отметить, что для таких компаний создаются условия для публичного размещения ценных бумаг на российских фондовых площадках.

Во-вторых, успешному размещению ценных бумаг российских компаний на западных рынках препятствовал общий низкий уровень доверия к российской экономике (при размещении проспекта эмиссии, эмитент, кроме прочего, указывает на существующие страновые риски).

Наконец, следует упомянуть недавние шоки на фондовых рынках, существенно отразившийся, в частности, на состоянии американского фондового рынка. Тем не менее, к настоящему моменту необходимость повышения открытости российских компаний с возможным последующим публичным размещением акций назрела. Многие российские компании недооценены потенциальными инвесторами. Отсутствие прозрачности - одна из основных причин этого. Недооценка означает снижение привлекательности для внешних инвесторов. Выход компаний на рынок IPO способствует максимальному использованию объективных рыночных механизмов оценки. Размещение акций на крупнейших фондовых биржах автоматически способствует формированию имиджа крупной международной компании. Более того, сам по себе факт публичного размещения ценных бумаг впоследствии облегчает доступ к дополнительным источникам заимствования. Такие внешние факторы, как рост российской экономики, сопровождающийся тенденцией к усилению внешней и внутренней конкуренции, тенденция к интеграции рынков в ближайшем будущем будут объективно стимулировать российские компании к выходу на мировые фондовые рынки и, соответственно, повышению открытости.

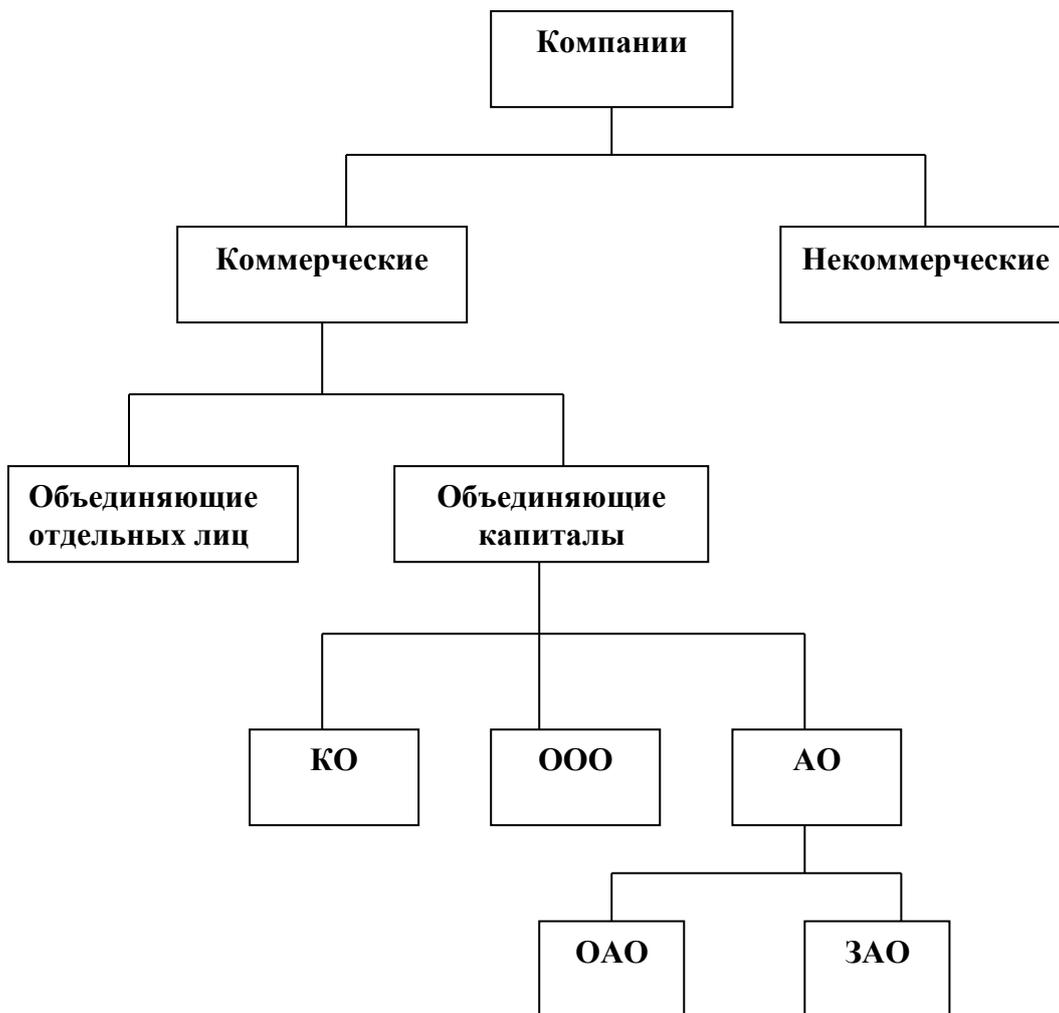


Рис. 1. Виды и формы компаний

Таблица 1. Сведения, необходимые при регистрации ОАО и ЗАО

ОАО	ЗАО
<p>1. Наименование организации;</p> <p>2. адрес местонахождения организации;</p> <p>3. сведения об учредителях (копии паспортов, размер вклада в уставной капитал, номер ИНН)</p> <p>4. сведения об учредителях юридических лицах (копии учредительных документов, свидетельство о регистрации, свидетельство о внесении в Едином государственном реестре юридических лиц (ЕГРЮЛ), устав, учредительный договор, протокол, справка из банка об открытии счёта, письмо об учёте в Единый государственный регистр предприятий и организаций (ЕГРПО)- код статистики, свидетельство о постановке на учёт в налоговом органе, размер вклада в уставный капитал)</p> <p>5. сведения о генеральном директоре и главном бухгалтере (копии паспортов, номер ИНН)</p> <p>6. сведения о банке, в котором планируется открыть расчётный счёт (наименование);</p> <p>7. основные виды деятельности предприятия.</p>	<p>1. Наименование организации;</p> <p>2. адрес местонахождения организации;</p> <p>3. сведения об учредителях (копии паспортов, размер вклада в уставной капитал, номер ИНН)</p> <p>4. сведения об учредителях -юридических лицах (нотариально заверенные копии Свидетельства о государственной регистрации и Свидетельства о постановке на учет в ФНС, копия Свидетельства о внесении в Единый реестр юридических лиц (ЕГРЮЛ),копии письма о присвоении кодов ОКВЭД, Устава, Учредительного договора(если есть), Протокола о создании. Справка из банка об открытии счёта. Размер вклада в уставной капитал</p> <p>5. Паспортные данные Генерального директора и Главного бухгалтера (ксерокопии паспортов, номер ИНН)</p> <p>6. Сведения о банке, в котором предполагается открыть расчетный счет (наименование);</p> <p>7. основные виды деятельности предприятия.</p> <p>8. Сведения о количестве и номинале акций, принадлежащих учредителям</p> <p>9. Единственным учредительным документом необходимым для регистрации является Устав, который утверждается решением учредителей (или единственного учредителя). Заключаемый же учредителями договор, определяющий порядок осуществления или деятельности по созданию ЗАО, по своей юридической силе является не учредительным, а договором о совместной деятельности. В нем содержатся сведения об уставном капитале, категориях и типах акций, размер и порядок их оплаты, а также права и обязанности учредителей по созданию общества.</p> <p>10. Для государственной регистрации ЗАО требуется обязательная регистрация акций в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР), а также ведение реестра владельцев акций (акционеров) общества.</p>

Таблица 2. Сравнение преимуществ открытого акционерного общества (ОАО) и закрытого акционерного общества (ЗАО)

ОАО	ЗАО
<ul style="list-style-type: none"> • Участники ОАО могут самостоятельно, без оглядки на других акционеров, отчуждать принадлежащие им акции, а общество вправе проводить открытую подписку и на выпускаемые акции и их свободную продажу среди неограниченного круга лиц; • Экономическая самостоятельность участников, их ограниченная ответственность, право участвовать в контроле и управлении; • Преодоление обособленности и закрытости, характерной для других организационно-правовых форм; • Господство рыночных принципов свободного перемещения собственности и капитала, оценки выпускаемых акций и других ценных бумаг, оценки управленческих решений и достигнутых результатов; • Возможность получения рыночной оценки стоимости компании и возможность её увеличения за счёт операций на рынке ценных бумаг; • Ежегодная публикация в открытой печати отчета и показателей финансово-экономического положения (удостоверенных профессиональным аудитором) обеспечивает этичность поведения и социальную ответственность открытого акционерного общества; • Возможность привлекать капиталы как домашних хозяйств, так и предприятий. Привлечение мелких инвесторов является мощным средством прямой мобилизации (минуя финансовые институты) средств населения. Это делает стабильным финансирование с ограничением его лишь параметрами эффективности использования привлекаемых средств. • Возможность для инвесторов распределять риск вложений и регулировать их доходность, по своему усмотрению пересматривая структуру портфеля приобретенных ценных бумаг (выше риск - ниже доходность) • Наличие Наблюдательного совета, призванного защищать интересы миноритарных акционеров и имеющего возможность своевременно принимать стратегические решения 	<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие необходимости публичного обязательного раскрытия информации о деятельности Общества, что упрощает ведение хозяйственной деятельности общества и позволяет обеспечить конфиденциальность контроля за ней; Отсутствие необходимости ежегодного обязательного привлечения аудитора для проверки финансово-хозяйственной деятельности Общества.; • Наличие определенных процедур, позволяющих контролировать состав акционерного общества, что делает компанию более защищенной от недружественного поглощения; • Значительное упрощение процедур эмиссии акций (например, в случае привлечения инвестиций посредством дополнительного выпуска ценных бумаг) по сравнению с эмиссией открытого акционерного общества; • Наличие возможности акционеров при желании осуществлять непосредственное управление и контроль путем принятия решений по любым вопросам организации деятельности общества (форма открытого акционерного общества ограничивает возможности акционеров — они опосредованно участвуют в делах и контролируют их ведение через органы управления обществом). • Акционеры имеют возможность существенно влиять на решения общего собрания в связи с ограниченным числом участников. • Возможность утраты контроля над компанией минимальна, так как продажа и приобретение акций осуществляется только между участниками общества.

Таблица 3. Сравнение недостатков открытого акционерного общества (ОАО) и закрытого акционерного общества (ЗАО)

ОАО	ЗАО
<ul style="list-style-type: none"> • Акционеры с незначительными пакетами акций, как правило, мало заинтересованы в управлении компанией, они ориентированы в большинстве случаев на получение доходов; • Осуществлять реальный контроль за менеджментом и оказать влияние на него через участие в работе собраний и заседаний Совета директоров могут лишь собственники крупных пакетов акций; • У мелкого акционера в условиях нормального финансового рынка остается лишь возможность продать свои акции, что создает массовый сброс акций с соответствующими последствиями для компании и менеджмента; • Менеджмент и владельцы крупных пакетов акций для усиления своего контроля широко используют “разводнение” акционерного капитала, ограничивая количество акций и тем самым максимальное количество голосов, принадлежащих одному акционеру. • Организационные аспекты функционирования открытого акционерного общества усиливают отделение контроля и управления от собственности. 	<ul style="list-style-type: none"> • Основным недостатком ЗАО является часто испытываемая нехватка оборотных средств. • Ограничение числа акционеров и, как следствие, ограничение средств общества. • Невозможность использования рыночного механизма для увеличения стоимости компании • Акционер не может быть по своему усмотрению выйти из ЗАО; • В ЗАО нельзя полностью исключить возможность появления в Обществе новых акционеров (в частности, в случае отчуждения акционером своих акций третьему лицу по безвозмездной сделке); • В ЗАО возможно принятие решений узкой группой акционеров вопреки интересам других акционеров;

Выбор компанией инвестора: фонд прямых инвестиций или стратегический инвестор?

продажа стратегическому инвестору
продажа фонду прямых инвестиций

Собственник компании, принимающий решение о продаже бизнеса или части бизнеса для привлечения инвестиций, как правило, имеет выбор между двумя основными альтернативами: *продажа стратегическому инвестору* и *продажа фонду прямых инвестиций*. Выбранный тип инвестора предопределяет стратегию сделки, включая такие моменты как представление компании, процесс переговоров, оценка стоимости, налоговые и юридические детали, и, что наиболее важно, будущие перспективы развития бизнеса. Предварительное понимание данных различий позволит сделать правильный выбор, в наилучшей степени удовлетворяющий интересам собственника, компании и ее сотрудинок.

В течение последних нескольких лет Фонды прямых инвестиций становятся все более влиятельными игроками на рынке слияний и поглощений как в мире, так и в России. Поток денежных средств от частных и институциональных инвесторов, перетекание средств с фондового рынка, в некоторой степени достигшего зрелости и не обещающего прежних уровней доходности, а также развитие рынка заемного финансирования позволяют фондам прямых инвестиций привлекать огромные ресурсы и предлагать цену покупки, сравнимую с оценкой стратегических инвесторов.

По данным Thomson Financial, на мировом рынке слияний и поглощений в 2000 г. на деньги фондов прямых инвестиций было совершено 4,7% сделок, а доля в общем объеме составила 3,1%. В 2006 г. фонды прямых инвестиций профинансировали сделки на \$759 млрд., или примерно 20% объема мирового рынка. В 2006 году российский рынок слияний и поглощений составил \$42.3 млрд.¹, а доля фондов прямых инвестиций оценивается приблизительно в 9%², что значительно ниже среднемирового показателя.

С возрастанием роли фондов прямых инвестиций собственник бизнеса получает все большее количество потенциальных покупателей его активов. Выбор, прежде всего, предопределяется предпочтениями и целями собственника, которые он хочет достичь при продаже бизнеса. С одной стороны, фонд прямых инвестиций может обеспечить сравнительно быстрый процесс сделки с быстрым получением средств. С другой стороны, стратегический инвестор может предложить гораздо более привлекательную оценку стоимости бизнеса и предложить к выкупу 100% акционерного капитала, обеспечив максимально возможный объем поступлений для собственника после момента продажи. Таким образом, собственнику предстоит определить предпочтения между скоростью и суммой сделки.

Однако стратегия продажи бизнеса фондам прямых инвестиций существенно отличается от стратегии продажи стратегическому инвестору, и владелец бизнеса должен четко понимать разницу между этими двумя основными типами инвесторов. Ниже рассматриваются различия между инвесторами по каждому основному аспекту процесса сделки и основным изменениям, которые происходят в компании после сделки.

1. Презентация для потенциального инвестора (рис. 1)

Презентация текущего состояния компании.

Как правило, стратегический инвестор в большей степени заинтересован в том, насколько приобретаемая компания соответствует его бизнес-модели и стратегии роста:

- представлена ли компания на стратегически интересных сегментах рынка,

¹ Источник: Журнал «Слияния и Поглощения», №1-2, 2007

² Источник: KPMG, Рынок слияний и поглощений в России в первом полугодии 2006 года

- может ли продукция приобретаемой компании быть предложена текущим покупателям,
- какую добавленную стоимость может иметь компания при интеграции в бизнес приобретающей компании

Часто стратегический инвестор не уделяет большого внимания информационным технологиям и опасности потери управляющей команды – у него уже есть необходимые технологии и управляющая команда, готовая развивать бизнес на новом рынке. Хотя, бывают и исключения, особенно при трансграничных сделках, когда иностранному стратегическому инвестору необходим опыт существующего руководства приобретаемой компании для успешного проникновения на локальный рынок.

Для фондов прямых инвестиций более характерна ситуация изучения компании как самостоятельного бизнеса, способного расти и создавать стоимость самостоятельно. Такие инвесторы уделяют пристальное внимание силе управляющей команды, бизнес-стратегии и перспективам будущего роста. Основные вопросы для фонда прямых инвестиций:

- как компания планирует увеличивать объем бизнеса
- какие проекты по запуску новых продуктов / новых мощностей находятся в разработке
- возможна ли географическая / продуктовая экспансия

Презентация отрасли.

Как правило, стратегический инвестор обладает глубокими знаниями об отрасли, динамике развития и текущих трендах, тем не менее, взгляд руководства приобретаемой компании на развитие рынка, на котором представлена компания (особенно в случае трансграничных сделок), может быть полезен для создания полной картины.

В тоже время, степень понимания отрасли сильно варьируется между фондами прямых инвестиций, и приобретаемая компания должна сфокусироваться на представлении основных показателей и перспектив развития рынка. Кроме того, отсутствие глубокого понимания отрасли со стороны фондов может стать причиной более длительного процесса тщательной проверки компании (due diligence) с привлечением сторонних консультантов.

Перспективы развития компании.

Стратегический инвестор имеет четкое представление о перспективах развития собственного бизнеса и может хорошо представлять, как приобретаемая компания вписывается в стратегию роста. В то же время, при обсуждении перспектив с фондом прямых инвестиций, фокус смещается в сторону перспектив роста в контексте развития отрасли в целом. Наиболее важным моментом становится возможность приобретаемой компании увеличить масштаб бизнеса при учете текущих тенденций развития рынка. Также фондам прямых инвестиций интересна стратегия поглощений компании: способность расти за счет приобретений, наличие рассматриваемых возможностей поглощений других компаний, «качество» этих потенциальных целей для поглощения.

Внутренняя норма доходности.

Фонд прямых инвестиций основывает оценку стоимости на оценке вероятности того, что компания через несколько лет может стать существенно больше, и, как следствие, стоит больше на момент выхода из инвестиций. Целевая внутренняя норма доходности фондов прямых инвестиций может составлять 25%-35% на 3-5-летнем горизонте. Основываясь на таких целевых данных, фонд может иметь представление, каких финансовых показателей должна достичь компания через несколько лет. Таким образом, при разговоре с фондами прямых инвестиций руководство приобретаемой компании должно быть готово к построению детальной операционно-финансовой модели, отражающей денежные потоки на всем горизонте предполагаемого участия фонда в капитале компании.

Момент выхода из инвестиций.

В то время как стратегический инвестор планирует владеть приобретаемой компанией на бесконечном промежутке времени, фонды прямых инвестиций имеют инвестиционный горизонт в 3-5 лет. Как следствие, фонды прямых инвестиций очень чувствительны к

цикличности приобретаемого бизнеса, в то время как стратегический инвестор, уже представленный в данной отрасли, в меньшей степени обеспокоен данной проблемой.

2. Ключевые моменты процесса сделки и изменения в компании после сделки

Выбор между фондом прямых инвестиций и стратегическим инвестором влияет не только на способ презентации компании покупателю, но и, прежде всего, на вознаграждение, которое получит собственник от продажи бизнеса. Каждая сделка уникальна, и требует работы профессионалов (инвестиционного банка, налогового консультанта и аудиторов, юристов) зачастую заблаговременно до инициации процесса переговоров о сделке. Ниже приведены несколько ключевых моментов сделки по продаже компании фонду, с которыми типично сталкиваются финансовые консультанты (рис.2.), а также основные различия в воздействии выбора инвестора на дальнейшее развитие компании (рис. 3).

Контроль и управление

Важное преимущество выхода из бизнеса путем продажи компании фонду – это сохранение определенной степени контроля над компанией в период после совершения сделки. В отличие от стратегического инвестора, фонды прямых инвестиций, как правило, не проводят революционные изменения в штате сотрудников, корпоративной культуре компании. Стратег же, напротив, озабочен вопросом интеграции нового бизнеса в уже существующую структуру, и, как правило, начинает проводить политику сокращения издержек. Соответственно, собственники, думающие о сохранении условий труда для персонала, об ассоциации своего имени с бизнесом, скорее всего, выберут продажу фонду. Но если владелец выбирает продажу фонду, то он должен быть готов к увеличению Совета Директоров.

В большинстве случаев, в сделках по продаже контрольного пакета, фонд требует контроль в Совете Директоров. В сделках по продаже миноритарных пакетов контроль может остаться у текущего руководства компании. Как правило, заседания Совета Директоров становятся более частыми и более формальными. Совет Директоров может начать создавать комиссии по надзору за определенными параметрами бизнеса: компенсация руководства, аудит, контроль приобретений. Новый Совет Директоров будет также часто совершенствовать требования к финансовой отчетности и системы внутреннего контроля. Так, следует ожидать требования по подготовке ежемесячной, ежеквартальной и ежегодной отчетностей по ключевым параметрам: тренды прибыльности, разбивка выручки по продуктам, отчеты о прибылях и убытках по различным направлениям бизнеса. В то время как существующие акционеры и руководство будут вовлечены в решение повседневных операционных задач, Совет Директоров и фонд будут участвовать в стратегических проектах, например: расширение продуктовой линейки и региональная диверсификация, новые приобретения, назначение ключевых руководителей.

Оценка стоимости и поступления

Безусловно, доходы от продажи являются очень важным фактором для принятия решения о продаже. Так, стратегический инвестор, при прочих равных, предложит больше, поскольку он будет рассчитывать на синергию между существующим бизнесом и приобретаемой Компанией. К тому же, стратегический инвестор, как правило, выкупает 100% (или 75%+) акций компании, а фонд, напротив, скупает частями: как результат – денежные средства, полученные в результате продажи фонду меньше денежных средств, полученных в результате продажи стратегическому инвестору.

Тем не менее, необходимо понимать, что после продажи фонду может последовать существенное изменение инвестиционной стратегии компании и более агрессивное развитие на рынке либо реструктуризация компании, что в любом случае могут привести к существенному увеличению стоимости бизнеса. В итоге собственник может выиграть от продажи оставшейся доли по значительно более высокой оценке стоимости.

Роль менеджмента

Другой фактор для рассмотрения – это текущие трудовые контракты с руководством. Руководство компании, возможно, также пожелает выйти из бизнеса. Стратегический инвестор зачастую предусматривает данную возможность или вариант с «переходным периодом» от 6 мес. до 2 лет. Фонд, напротив, заинтересован не только в сохранении текущего руководства, но и в привлечении его в акционерный капитал компании.

Риск и финансовый рычаг

При типичной продаже стратегическому инвестору, владелец оставляет себе минимум исполнительных полномочий, либо не оставляет их совсем. Однако, в сделке с фондом риск отрасли и прочие риски, связанные с функционированием компании, остаются на менеджменте.

Немаловажным моментом сделки является уровень долга. В большинстве случаев выбор в пользу фондов прямых инвестиций влечет за собой увеличение долга. Фонд прямых инвестиций может использовать долг для выкупа, и после сделки «повесить» его на компанию (сделки LBO). Использование финансового рычага позволяет фондам предлагать высокую оценку стоимости и успешно конкурировать со стратегическим инвестором.

Кроме того, фонды инициируют привлечение значительного долга для финансирования агрессивного развития компании для минимизации разводнения акционерного капитала и максимизации акционерной стоимости.

Дополнительный уровень долга накладывает существенные ограничения на действия руководства приобретаемой компании, требуя сокращать издержки и, возможно, корректировать стратегию развития.

Структура сделки и налоговые вопросы.

Каждая сделка продажи бизнеса уникальна и включает большой набор инструментов вне зависимости от типа инвестора. Тем не менее, структура сделки с фондом прямых инвестиций может быть более сложной и использовать различные типы акций (включая привилегированные акции со значительными дивидендами и предпочтениями при возможной ликвидации бизнеса), а также предполагать сложное регулирование системы управления после приобретения.

Кроме того, использование долга для финансирования сделки также требует дополнительных усилий при подготовке юридической документации и добавляет трудоемкий процесс по получению одобрения на получение кредита.

С расширением участия фондов прямых инвестиций на рынке слияний и поглощений собственники бизнеса получают все больший уровень свободы в выборе инвестора. Вовлечение в процесс переговоров как стратегических инвесторов, так и фондов прямых инвестиций, позволит собственнику сформировать полное представление о возможных вариантах структуры сделки, об оценке стоимости, вопросах управления бизнесом и возможных будущих доходах. Тем не менее, с целью сокращения времени и стоимости процесса продажи бизнеса в самом начале процесса собственник может сформировать предпочтение в пользу того или иного типа инвесторов, тщательно оценив все плюсы и минусы каждого типа (рис. 4) в контексте собственной системы интересов и предпочтений.

Рис.1. Ключевые аспекты презентации для потенциального инвестора

Тип инвестора	Стратегический инвестор	Фонд прямых инвестиций
Текущее состояние компании	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Соответствие рынка компании стратегическим интересам покупателя ▶ Возможность интеграции бизнеса 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Возможность самостоятельного развития компании ▶ Планы / возможности экспансии
Презентация отрасли	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Представление собственного видения отрасли ▶ Перспективы локального рынка 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Детальное описание отрасли ▶ Описание всех основных трендов и динамики развития
Перспективы развития компании	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Соответствие планов развития компании стратегии роста покупателя 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Перспективы развития в контексте развития отрасли
Требуемая доходность		<ul style="list-style-type: none"> ▶ Необходим детальный бизнес-план, обеспечивающий годовую доходность 25-35% на горизонте 3-5 лет

Рис.2. Основные моменты процесса сделки

Тип инвестора	Стратегический инвестор	Фонд прямых инвестиций
Контроль	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Приобретение контроля <ul style="list-style-type: none"> ▷ Выкуп 75%+ 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Сохранение контроля за собственником <ul style="list-style-type: none"> ▷ Выкуп до 50%
Оценка стоимости	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Оценка может быть сравнительно выше в силу возможности: <ul style="list-style-type: none"> ▷ Синергии ▷ Выхода на стратегически важные сегменты рынка ▷ Консолидации рынка 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Оценка, как правило, ниже, что позволяет обеспечить требуемую доходность на вложенный капитал
Структура сделки	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Как правило, имеет сравнительно менее сложную структуру ▶ Выплата возможна частично в виде акций приобретающей компании 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Использование долгового финансирования сделки ▶ Использование различных типов ценных бумаг ▶ Широкое использование дополнительных инструментов <ul style="list-style-type: none"> ▷ Право совместной продажи (tag along right) ▷ Право заставить акционеров продать свои акции вместе с фондом (drag along right) ▷ Прочие инструменты

Рис.3. Основные моменты процесса сделки

Тип инвестора	Стратегический инвестор	Фонд прямых инвестиций
Роль собственника после завершения сделки	▶ Как правило, управление компанией прекращается	▶ Продолжается управление компанией
Воздействие на сотрудников компании	▶ Уменьшение штата, смена корпоративной культуры, возможно изменение должностных обязанностей	▶ Минимальное
Участие собственника в будущих доходах	▶ Собственник сохраняет долю в компании и получает часть доходов как акционер ▶ Продажа оставшейся части пакета в компании	▶ Нет, собственник не получает выгоды от будущего роста компании (в случае продажи 100%)
Снижение затрат	▶ Вероятно	▶ Маловероятно
Корпоративная структура	▶ Значительные изменения	▶ Сравнительно небольшие изменения

Рис.4. Вывод – сравнение альтернатив

	Стратегический инвестор	Фонд прямых инвестиций
Преимущества	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Возможность для собственника одновременно получить большой объем средств ▲ Потенциально полезный вклад стратегического инвестора в развитие компании 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Довольно быстрый способ привлечения финансирования ▲ Отсутствие требования приобретения контрольного пакета / доли, дающей право на управление
Недостатки	<ul style="list-style-type: none"> ▼ Сильно сокращает доли существующих акционеров ▼ Собственник не получает выгоды от будущего роста компании (в случае продажи 100%) ▼ Значительное влияние на управление компанией 	<ul style="list-style-type: none"> ▼ Относительно маленькая максимальная сумма для привлечения ▼ Потенциальное ограничение «свободы» существующих акционеров с точки зрения владения / сделок с акциями в будущем ▼ Возможны требования по раскрытию информации в будущем

ИРО как инструмент привлечения инвестиций

публичное размещение акций, IPO

«двойное IPO»

правило «30 на 70»

преимущества IPO в России

сектор инновационных и растущих компаний

листинговый агент

Публичное размещение акций — размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж. Initial Public Offering (IPO) — это первое публичное предложение акций (дополнительной эмиссии и/или пакетов акций действующих акционеров) на продажу широкому кругу лиц (рис. 1).

Среди собственников и менеджмента компаний постепенно растет понимание преимуществ вывода компаний на публичный рынок через IPO и расширения числа акционеров. К их числу, относятся бессрочные инвестиции, положительный репутационный эффект, возможность получения объективной оценки бизнеса, фиксация прав собственности (рис. 2, 3). Возникающие в ходе IPO риски могут быть компенсированы путем проведения pre-IPO, размещения акций среди определенного эмитентом круга инвесторов в ходе IPO, а также путем регулирования доли акций в свободном обращении (free-float).

За 2005- 1 квартал 2007 г. 30 российских компаний осуществили IPO, в ходе которых было привлечено более 30 млрд. долл. (таб. 1). В 2006 г. самым крупным и «нашумевшим» IPO стало IPO Роснефти, которое, благодаря участию в нем физических лиц, получило название «народного». В 2007 г. «народным» стало IPO Сбербанка России. По результатам исследования Фонда общественного мнения (ФОМ), абсолютное большинство инвесторов - физических лиц рассматривает покупку акций как долгосрочное стратегическое вложение средств на несколько лет и более. Для них акции — это не спекулятивная покупка, а способ организации домашних накоплений.

Многие компании, осуществившие публичные размещения, говорят, что это был шаг на пути к успеху компании. Капитал, привлеченный в ходе IPO, пошел на развитие бизнеса, усиление конкурентных преимуществ, приобретение других компаний. Публичное размещение помогло им приобрести статус надежной компании с высоким уровнем корпоративного управления. Например, МТС привлеченные в ходе IPO 340 млн. долл. потратила на развитие сети, что, по словам менеджмента, заложило базу успешности МТС. Для «Аптечной сети 36.6» IPO усилило конкурентное преимущество на рынке капитала и в консолидационном процессе отрасли; в результате размещения компания смогла снизить для себя стоимость заимствований и открыть новые возможности роста (рис. 4).

Из компаний, которые провели IPO в 2005-2007 годах, 11 компаний провели размещение на внешнем рынке, 9 компаний – на внутреннем рынке, остальные 10 – провели так называемое «двойное IPO» — размещение бумаг одновременно на российской и зарубежной площадке.

Сейчас российские эмитенты вправе размещать ценные бумаги за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения иностранных ценных бумаг, только по разрешению Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России). В случае, если размещаемые путем открытой подписки и (или) размещенные акции российского эмитента предполагается предложить к приобретению за пределами России,

одновременно должна быть предоставлена возможность их приобретения на территории РФ.

Возможность приобретения размещаемых акций российского эмитента на территории Российской Федерации считается предоставленной, если условия размещения акций предусматривают их размещение на торгах фондовой биржи и (или) с привлечением брокера, оказывающего российскому эмитенту услуги по размещению его акций на основании заключенного с ним возмездного договора.

При этом компании, которые хотят разместить свои бумаги за рубежом должны выполнить два правила. Во-первых, количество акций, размещение и (или) обращение которых предполагается за пределами Российской Федерации не должно превышать 35 процентов от общего количества всех размещенных акций. Во-вторых, в случае размещения бумаг за рубежом, за пределами Российской Федерации может быть размещено не более 70 процентов от общего количества размещаемых акций соответствующего выпуска. Второе правило в деловой практике получило название *правила «30 на 70»*.

Среди преимуществ проведения IPO на российском рынке — доступ к средствам национальных инвесторов, интерес которых к фондовому рынку растет и к средствам зарубежных инвесторов, активность которых в России повышается.

Российский рынок уже приобрел инвестиционное качество: это уже не рынок спекулянтов, на нем присутствуют крупные международные банки (такие как Morgan Stanley, J.P.Morgan, Raiffeisenbank) и заключаются крупные сделки. Общий объем крупных сделок (размером свыше 5 млн. руб.), заключенных на Фондовой бирже ММВБ, — в 1,3 раза больше оборота наших депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже (ЛФБ).

Еще один штрих к портрету российского рынка — география инвесторов. К торгам на Фондовой бирже ММВБ подключены более 2 тыс. нерезидентов из 67 стран мира. Такой широкий охват говорит о возможностях профучастников и о высоком качестве инфраструктуры.

Сейчас условия выхода на фондовый рынок, в т.ч. малых и средних компаний улучшаются. Недавние изменения в законодательстве позволили приблизить условия проведения IPO в России к общепринятой мировой практике. Группа ММВБ осуществляет сразу несколько проектов: адаптируется Интернет-сайт для раскрытия информации эмитентов. Кроме того, ММВБ начала проводить круглые столы, в рамках которых проходят встречи представителей профучастников и эмитентов.

Биржа совместно с профучастниками также решает проблемы ликвидности по новым бумагам. На ММВБ аккредитованы биржевые специалисты и маркет-мейкеры, которые обеспечивают «торгуемость» ценных бумаг, сглаживают ценовые колебания и стимулируют интерес со стороны инвесторов к новым ценным бумагам.

Особенно следует отметить создание Сектора инновационных и растущих компаний (Сектора ИРК) на Фондовой бирже ММВБ. Этот проект нужен для привлечения инвестиций в инновационный и быстрорастущий сектор экономики компаниями малого и среднего бизнеса, создания предпосылок для массовых IPO этих компаний и решения задач венчурного финансирования в стране. В ИРК можно размещать как акции, так и паи паевых фондов. Размещение бумаг венчурных фондов на бирже — еще один способ привлечь деньги на повышение инновационного потенциала экономики. Критерии отнесения эмитента к Сектору ИРК:

- существенная часть выручки эмитента формируется за счет осуществления им хозяйственной деятельности в отраслях, связанных с применением инновационных и высоких технологий;
- капитализация эмитента – не менее 100 млн. руб. и не более 5 млрд. рублей.

Соответствие эмитента первому критерию устанавливается Экспертным советом ФБ ММВБ, состоящего из специалистов, имеющих опыт работы с компаниями высоких технологий, при этом приоритет получают компании:

- осуществляющие хозяйственную деятельность в следующих сферах: телекоммуникации; интернет-бизнес; разработка и инсталляция программного обеспечения; разработка и производство полупроводниковых устройств; биотехнологии; научно-исследовательские и конструкторские разработки (НИОКР); наукоемкое производство продукции в отрасли машиностроения и транспорта; отрасли, связанные с реализацией национальных проектов;
- темпы роста выручки которых составляют не менее 20% по итогам финансового года.

Для повышения прозрачности компаний в Секторе ИРК был введен институт листинговых агентов. *Листинговый агент* – организация, соответствующая требованиям, установленным биржей, заключившая договор с эмитентом (управляющей компанией) об оказании услуг по подготовке комплекта документов для допуска ценных бумаг к размещению и обращению на бирже, а также выполняющая дополнительные функции (финансового консультанта, обеспечение процесса раскрытия информации эмитентом). Институт листинговых агентов должен обеспечить надлежащий уровень защиты прав инвесторов и минимизировать риски распространения недостоверной информации.

Фондовая биржа ММВБ и Экспертный институт провели исследование и нашли как минимум 131 компанию из шести отраслей экономики, которые, исходя из уровня деловой активности, в ближайшем будущем могут появиться в сегменте ИРК. Это будут небольшие компании с капитализацией от 3,7 до 190 млн. долл., но имеющие годовые темпы роста продаж более 20%. Первым эмитентом в секторе ИРК стали паи фонда «Финам – Информационные технологии».

Таблица 1. IPO российских компаний в 2005-2007 гг.

Дата	Компания	Доля капитала	Объем, млн. долл.	Рынок
2005 год				
9 февраля	АФК «Система»	16,5%	1353,8	внешний
11 марта	«Лебедянский	19,9%	151,2	внутренний
22 марта	АПК «Хлеб Алтая»	9,9%	8,0	внутренний
22 апреля	«Северсталь-Авто»	26,1%	135,0	внутренний
6 мая	Pyaterochka Holding NV	30,0%	597,6	внешний
2 июня	Evraz Group SA	17,0%	422,0	внешний
10 июня	Rambler Media Ltd	26,0%	39,9	внешний
21 июля	«НОВАТЭК»	19,0%	878,5	внешний
12 августа	Urals Energy Public Company Ltd.	27,0%	113,8	внешний
17 ноября	Amtel-Vredestein	27,0%	201,7	внешний
6 декабря	International Marketing&Sales Group	26,0%	26,4	внешний
8 декабря	НЛМК	7,0%	609,0	внешний
16 декабря	Zirax Plc (Глобал-Каустик)	30,0%	13,7	внешний
Итого			4550,6	
2006 год				
6 февраля	Комстар-ОТС	35,1%	1061,4	внутренний и внешний
6 марта	Группа «Разгуляй»	28,0%	144,0	внутренний
25 апреля	Верофарм	50,0%	140,0	внутренний
28 апреля	Магнит	19,0%	368,4	внутренний
10 мая	Черкизово	27,8%	251,4	внутренний и внешний
14 июля	Роснефть	14,5%	10420,8	внутренний и внешний
31 октября	Трубная Металлургическая Компания	23,0%	1081,3	внутренний и внешний
31 октября	ОГК-5	14,4%	459,0	внутренний
3 ноября	Система-Галс	18,0%	432,1	внутренний и внешний
7 ноября	«Челябинский цинковый завод»	33,0%	281,4	внутренний и внешний
8 ноября	Северсталь	9,1%	1062,5	внутренний и внешний
10 ноября	Распадская	18,0%	316,7	внутренний и внешний
6 декабря	«Центр международной торговли»	18,0%	105,0	внутренний
Итого			16123,8	
I квартал 2007 г.				
7 февраля	«Полиметалл»	28%	682,0	внутренний и внешний
7 февраля	«Ситроникс»	17,5%	402,0	внутренний и внешний
21 февраля	Integra Group	28%	667,2	внешний
24 марта	Сбербанк России	12,0%	8851,6	внутренний
Итого			10602,8	

Рис. 1. Основные элементы подготовки компании к IPO

Структура компании

полная консолидация всех центров прибыли и денежных потоков
минимизация сделок со связанными и формально неаффилированными компаниями
отсутствие непрофильных активов на балансе

Финансовая отчетность

годовая - по стандартам GAAP или IAS
квартальная – отчеты в соответствии с требованиями ФСФР

Управленческая отчетность и бюджетирование

переход на составление управленческой отчетности по МСФО
регулярное обновление бюджета компании на текущий год
синхронизация управленческой отчетности и показателей бюджета с долгосрочными прогнозами бизнес-плана

Корпоративное управление

кодекс корпоративного управления
регламент принятия ключевых финансовых и стратегических решений
появление независимых членов в составе Совета Директоров

Due diligence

подробная диагностика бизнеса, операционных и финансовых показателей
анализ текущей и будущей позиции компании на рынках
юридическая экспертиза (правоустанавливающие документы, договорная база)
аудиторская проверка налоговой составляющей деятельности

Рис. 2. Публичное размещения акций: за и против

Преимущества публичного размещения

- Доступ к новому источнику капитала
- Диверсификация источников финансирования
- Часть долгосрочной стратегии финансирования («сезонные размещения»)
- Подготовка к слияниям и поглощениям
- Приобретение ликвидности для акционеров
- Улучшение имиджа и рост внимания к компании
- Стимулирование работников

Недостатки публичного размещения

- Раскрытие информации о структуре группы
- Необходимость соблюдения интересов миноритарных акционеров
- Регулярная подготовка и публикация консолидированной отчетности по стандартам МСФО
- Необходимость построения системы своевременного раскрытия информации и отношений с инвесторами
- Дополнительная нагрузка на управленческий состав

Рис. 3. Издержки размещения могут быть связаны...

с услугами андеррайтера по контракту:

- **спрэд = цена андеррайтера – цена эмитента**

с рынком и ценообразованием:

- **заниженная цена размещения**
- **неординарная реакция рынка (отмечена для «сезонных» эмиссий)**

с требованиями закона:

- **оплата услуг по юридическому сопровождению и аудиту**

с «упущенными возможностями»:

- **затраты рабочего времени менеджеров на организацию процесса**

Рис. 4. Варианты использования привлеченных средств

Название компании	Год проведения IPO	Объем привлеченных средств, млн. долларов	Цель
МТС	2000	305	Развитие сети
<u>Вимм-Билль-Данн</u>	2002	200	Погашение кредитов, модернизация производства (40), приобретение молочных предприятий (50)
РБК	2002	13,28	Формирование телевизионного канала бизнес-новостей "РБК-ТВ"
Аптечная сеть 36'6	2003	14,4	Снижение стоимости заимствований в среднем с 18 до 13%. Денежные средства потрачены на открытие новых аптек, приобретение части помещений в собственность, приобретение земли в Очакове со складами и офисами.
Иркут	2004	127	Покупка конструкторской базы ОКБ им. А.С. Яковлева
Калина	2004	26	Усиление существующих брендов
Хлеб Алтай	2005	8	Повышение имиджа
Евразхолдинг	2005	422	Выплата дивидендов, выкуп 10,7% акций НТМК

Долговые ценные бумаги как инструмент финансирования российских компаний

векселя

рублевые корпоративные облигации

евробумаги

еврооблигации (Eurobonds или LPN's)

кредитные ноты (Credit Linked notes)

финансовые ковенанты (financial covenants)

негативные залоги (negative pledge)

согласие на нарушение (consent agreement)

секьюритизированные бумаги

основные участники процесса размещения еврооблигаций

Компании привлекают финансирование для целей пополнения оборотного капитала, осуществления капитальных вложений и сделок по слияниям и поглощениям (M&A), рефинансирования текущей задолженности и рекапитализации (изменения структуры капитала) с целью роста стоимости бизнеса. Формирование оптимальной структуры капитала является первоочередной задачей финансового менеджера (директора) и напрямую влияет на рост стоимости бизнеса.

Финансовая стратегия современной российской компании разрабатывается и притворяется в жизнь при учете влияния большого числа как внутренних, так и внешних факторов. Среди внутренних факторов основными являются стадия жизненного цикла корпорации, бизнес-стратегия компании, инвестиционная стратегия, а также волатильность и предсказуемость бизнеса. Среди внешних факторов главными являются уровень и интенсивность конкуренции в отрасли, развитость рынка, стадия развития отрасли, развитость финансовой системы (доступность банковского финансирования).

Все эти и многие другие факторы оказывают непосредственное влияние на финансовую стратегию компании, главной целью которой становится формирование оптимального с точки зрения стоимости, дюрации (графика платежей по обслуживанию долга), объема и набора используемых инструментов заемного портфеля корпорации.

Условно жизнь компании можно разделить на три основных этапа: формирование бизнеса, быстрый рост и устойчивый рост. Для каждой стадии развития характерно использование определенного набора инструментов привлечения финансовых ресурсов.

На первой стадии формирования бизнеса в основном используются средства учредителей (собственный капитал) и краткосрочные банковские кредиты для финансирования постоянно возрастающих потребностей в оборотном капитале.

Для второй стадии быстрого роста характерно удлинение сроков используемых заемных средств: для финансирования инвестиционных проектов и капитальных вложений со средним сроком окупаемости необходимо привлечение как минимум среднесрочных источников (1-3 года), которыми на данном этапе могут быть обеспеченные банковские кредиты. Сформированный на данной стадии кредитно-финансовый портфель зачастую является неустойчивым с точки зрения дюрации, и должен быть позже рефинансирован с использованием более длинных и дешевых денег.

Третья стадия устойчивого роста начинается, когда компании становится трудно так же эффективно как и прежде распоряжаться своим капиталом; объем капитала растет вместе с уменьшением количества инвестиционных идей, обеспечивающих существенное превышение рентабельности инвестированного капитала над средневзвешенными затратами на капитал, доступное на второй стадии. Следствием реализации инвестиционных проектов с меньшей рентабельностью инвестированного капитала является замедление темпов роста внутренней стоимости бизнеса.

Выход на рынки заемного капитала происходит обычно на этапе между второй и третьей стадией жизненного цикла корпорации. При этом компания, осуществляющая такой выход, двигается в сторону решения следующих задач:

- достижения публичности;
- увеличения срока погашения;
- снижения стоимости заимствований;
- получения больших объемов заемных средств.

В реалиях современного бизнеса существенное значение для компаний приобретает поиск и привлечение заемного (долгового) финансирования. В условиях глобализации, межстрановой интеграции и интернационализации мировых рынков существенно возрастает конкуренция, и наличие оптимального долгового портфеля (структуры капитала – в более широком смысле) может стать одним из ключевых конкурентных преимуществ компаний в ожесточенной конкурентной борьбе.

Среди инструментов долгового рынка, доступных российским компаниям, можно выделить следующие инструменты:

- Векселя;
- Рублевые корпоративные облигации;
- Евробумаги:
 - Еврооблигации (Eurobonds или LPN's);
 - Кредитные ноты (Credit Linked notes);
 - Секьюритизированные бумаги

Векселя, являясь долговой ценной бумагой, представляют собой инструмент денежного рынка и выпускаются на срок до 1 года¹. По оценкам рыночных аналитиков векселя находят применение главным образом среди банковских институтов – 80% против 20% приходящихся на нефинансовый сектор. Основными недостатками векселей для компании являются:

- Краткосрочность привлекаемых ресурсов;
- Непрозрачность эмитента векселей и параметров вексельных программ для инвесторов (отсутствие требований по раскрытию информации);
- Операционные риски при вторичном обращении (хищение бланков, неправильное оформление индоссаментов и пр.);

Функционально наиболее полно векселя находят использование в финансировании текущих потребностей компании: закрытие кассовых разрывов и пополнение оборотного капитала. Краткосрочность данных инструментов не позволяет использовать их в инвестиционных целях, так как при условии финансирования проектов с долгим сроком окупаемости с помощью краткосрочных инструментов возникает риск рефинансирования задолженности, который может существенно повысить бизнес-риск компании, что в свою очередь негативно скажется на стоимости бизнеса. Простота выпуска векселей обуславливает распространенность вексельных схем в рамках холдинговых бизнес-структур (отношений между материнской и дочерними зависимыми компаниями). Также часто вексельные схемы находят применения в налоговой оптимизации в рамках диверсифицированных финансово-промышленных групп.

Рублевые корпоративные облигации представляют собой ценные бумаги, подлежащие более серьезному регулированию,² чем векселя и предлагают значительно более высокий уровень защиты для инвесторов.

¹ Несмотря на то, что около 28% векселей в настоящий момент имеют срок до погашения свыше 1 года, векселя считаются преимущественно краткосрочными инструментами. Представляется, что большая часть векселей со сроком погашения больше 1 года представлена в схемах «казначейского владения» (кэптивные сделки, сделки между материнскими и дочерними зависимыми компаниями), так как в противном случае такой инструмент был бы слишком рискованным.

² Необходимость регистрации выпуска и отчета о выпуске в ФСФР, подготовки проспекта эмиссии, требования о раскрытии информации в ежеквартальных отчетах эмитента и др.

Рублевые корпоративные облигации налагают ряд серьезных требований на эмитентов:

- Объем продаж не менее чем в три раза больше размера эмиссии;
- Величина чистых активов не меньше размера эмиссии (в противном случае на выпуски ставится отметка «инвестиции повышенного риска»);
- Умеренная долговая нагрузка (отношение Debt/EBITDA³ не более 3-3.5);
- Нормальное ретроспективное и прогнозное состояние коэффициентов ликвидности и финансовой устойчивости;
- Наличие положительной кредитной истории (по банковским кредитам);

При этом рублевые корпоративные облигации являются наиболее вероятной альтернативой банковскому кредитованию. Основными преимуществами облигаций перед банковским кредитом являются:

- Отсутствие залога и обеспечения компании-эмитента. Часто для выпуска используется 100%-ное дочернее зависимое общество, которое выпускает бумаги; при этом материнская компания дает поручительство за эмитента на сумму своих чистых активов; данное поручительство, строго говоря, не является поручительством, так как не формирует дополнительных обязательств, как если бы компания самостоятельно эмитировала бумаги;
- Большой срок привлечения;
- Возможность оперативного управления долгом (возможность самостоятельного выкупа/продажи собственных бумаг с рынка без уведомления/получения согласия со стороны кредиторов-инвесторов в облигации);
- Отсутствие зависимости от одного кредитора;
- Формирование публичной кредитной истории для будущих заимствований по более низким ставкам.

Полный срок подготовки выпуска рублевых облигаций составляет 2,5 месяца (до размещения) или 3 месяца (до начала вторичного обращения).⁴ Структура затрат по выпуску российских облигаций приведена в таблице 1.

Евробумаги не торгуются на национальном долговом рынке страны эмитента и обычно размещаются посредством международного синдиката инвестиционных и коммерческих банков. Международные долговые обязательства почти никогда не выпускаются напрямую российскими эмитентами: это связано, как со статусом российского права на международной финансовой арене, так и с соображениями структурного, налогового и бухгалтерского порядка.

Еврооблигации (Eurobonds) и **субординированные ноты участия в займе (LPN)** представляют собой «наиболее классический» вариант еврооблигаций. Как правило, оба понятия используются как взаимозаменяемые и означают еврооблигации, обладающие кредитным рейтингом (обычно минимум два) ведущих международных рейтинговых агентств и имеющие листинг⁵ на одной из европейских фондовых бирж.

Еврооблигации – долговые ценные бумаги по структуре выпуска часто схожие с кредитными нотами, но отличающиеся наличием кредитных рейтингов (как правило, минимум 2 агентства) международных рейтинговых агентств и наличием листинга на зарубежной бирже.

³ Отношение суммы финансовой задолженности (не кредиторской) к показателю операционной прибыли до налогообложения, финансовых статей и амортизации, неденежных расходов)

⁴ По окончании всех подготовительных действий и после проведения всех необходимых корпоративных мероприятий эмиссионные документы направляются в регистрирующий орган. В соответствии с действующими нормативными документами регистрация выпуска должна быть осуществлена в срок не более 30 дней. Размещение может быть начато не ранее, чем через 2 недели после раскрытия информации о государственной регистрации выпуска. Начало вторичного обращения начинается после регистрации отчета об итогах выпуска.

⁵ Факт обладания листингом на одной из бирж вовсе не означает обязательность заключения сделок на организованном рынке. Как известно, сделки на данном рынке преимущественно осуществляются по телефону.

Основными характеристиками еврооблигаций, как основного инструмента рынка еврозаимствований являются следующие:

- еврооблигации размещаются с помощью международного синдиката инвестиционных и коммерческих банков;
- предлагаются к покупке для инвесторов одновременно в нескольких странах (как правило, минимум 2-3 страны), при этом валюта выпуска может быть отличной от валюты как заемщика, так и стран размещения;
- размещаются безотносительно национальной юрисдикции какой-либо определенной страны и поэтому не требуют регистрации в соответствии с законодательством, и не подлежат регулированию;
- специальный налоговый режим – доходы по еврооблигациям выплачиваются без удержания налога в стране эмитента;
- как правило, размещаются на биржах, с целью получения доступа к классу институциональных инвесторов (пенсионных фондов и страховых компаний), для которых котируемость на бирже является обязательным условием приобретения ценных бумаг;
- как правило, выпускаются как ценные бумаги на предъявителя.

В настоящий момент приставка «евро» в большей степени означает «внешний», а не принадлежность бумаги к европейскому рынку.

Особый интерес представляют инструменты группы *кредитных нот (Credit-linked Notes)*, куда помимо самих кредитных нот включают также *краткосрочные ноты коммерческих банков STN (Short-term Notes)*. Краткосрочные ноты коммерческих банков выпускаются обычно на срок до 2 лет и размещаются в форме отдельных траншей.

В академической теории финансовых рынков рынок кредитных нот⁶ (Credit-Linked Notes) находится на стыке рынка заемного (долгового) капитала и рынка кредитных деривативов (рис.1). Принадлежность кредитных нот к рынку заемного капитала обуславливается тем, что целью выпуска кредитных нот является привлечение финансирования, в то время как принадлежность к рынку кредитных деривативов объясняется тем, что по структуре кредитные ноты являются производным финансовым инструментом, где в качестве базового актива выступает кредит или займ.

Ноты (Notes) представляют собой краткосрочные и среднесрочные долговые обязательства, выпускаемые как банками, так и нефинансовыми корпорациями, привязанные к кредитным характеристикам базового актива с помощью специальных юридических механизмов.

Под *кредитными нотами (CLN)* в современных академических исследованиях понимают структурированные ноты со встроенным свопом (как правило, дефолтный своп). В практике финансирования российских корпораций под кредитными нотами подразумеваются именно переупакованные ноты – более простой вариант нот, в котором деривативная составляющая ограничена механизмом переупаковки базового актива (кредита или займа) с помощью использования современных юридических схем (механизм переупаковки схож с механизмом секьюритизации). Также зачастую возможно включение дополнительных опционов (call и put) не являющихся инструментами, страхующими кредитный риск.

Таким образом, данная разновидность инструмента является в чистом виде заемным инструментом и не представляет возможности эффективного управления кредитными рисками. Именно поэтому кредитные ноты скорее являются инструментом финансирования для российских корпораций, а не как инструментом управления кредитными рисками.

⁶ Также используем название Связанных кредитных нот.

Кредитные ноты (Credit Linked Notes, CLN) эмитируются специально созданной зарубежной компанией (Special purpose vehicle – SPV), банком или трастом, обеспечением по которым служит кредит, выданный данным эмитентом российскому заемщику.

Кредитные ноты (CLN) обладают следующими основными отличиями от рублевых корпоративных облигаций:

- возможность любой валюты выпуска (в настоящее время выпускаются долларовые и евро займы);
- отсутствие требований по регистрации в ФСФР (размещение организуется за рубежом, а поступление денег в Россию оформляется с помощью кредитного договора (Loan agreement) между компанией-заемщиком и зарубежным юридическим лицом-эмитентом нот, заключенного обычно по английскому или голландскому праву);
- отсутствие обязательств по подготовке проспекта эмиссии (полный список необходимых документов);
- присутствие в кредитном договоре ограничительных условий финансового и нефинансового характера (covenants);
- отсутствие налога на эмиссию;
- облегчение доступа зарубежных инвесторов к выпуску (размещение происходит в европейских клиринговых системах Euroclear и Clearstream);
- меньший срок подготовки выпуска.

При этом отличиями кредитных нот по сравнению с еврооблигациями являются:

- отсутствие необходимости подготовки проспекта эмиссии (circular offering);
- доступ к более широкой базе иностранных инвесторов;
- отсутствие требований по присвоению кредитных рейтингов международных рейтинговых агентств;
- меньший объем выпуска (от \$50 до \$150 млн.);
- значительно меньший объем затрат на выпуск;
- значительно меньший объем раскрытия информации;
- отсутствие детальной юридической проверки деятельности эмитента.

Срок подготовки выпуска кредитных нот составляет 10-12 недель, в то время как для еврооблигаций до 1 года. Такая существенная разница возникает из-за отсутствия необходимости получения кредитных рейтингов, проведения независимой юридической проверки и согласования отчетности и документации для выведения бумаг на биржу.

Несмотря на наличие прецедентов по выпуску кредитных нот эмитентами, не подготавливающими консолидированную финансовую отчетность в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО), наличие аудированной отчетности МСФО сейчас можно считать обязательным требованием со стороны профессиональных участников рынка как для еврооблигаций, так и для кредитных нот.

В таб. 2 приведено сравнение затрат по выпуску кредитных нот и классических еврооблигаций с кредитным рейтингом и листингом на зарубежной бирже:

Таким образом, при выпуске кредитных нот объемом US\$150 млн. сроком на 3 года суммарные затраты на выпуск (all-in costs) составят 1.12%; при выпуске еврооблигаций объемом US\$250 млн. сроком на 5 лет суммарные затраты на выпуск (all-in costs) составят 1.23% от объема выпуска.

По срокам выпуска еврооблигации представляют собой долгосрочных инструмент и выпускаются на срок 5 – 10 лет, в то время как кредитные ноты редко выпускаются на срок более 3-5 лет (таб. 3).

Для евродолговых инструментов (еврооблигаций и кредитных нот) характерно наличие существенного недостатка по сравнению с рублевыми корпоративными облигациями, являющегося прямым следствием незрелости российского рынка публичного долга. При выпуске евробумаг, на компанию-эмитента налагаются ряд условий финансового и

нефинансового характера, обязательных к исполнению в течение всего периода обращения инструментов.

Финансовые условия (*финансовые ковенанты – financial covenants*) представляют собой «встроенные» ограничители, которые включаются, в случае нарушения их компанией. Одним из наиболее распространенных финансовых ковенантов, используемых в практике мирового рынка является отношение Debt/ЕВITDA. Таким образом, компания может быть ограничена в последующих привлечениях заемных средств с целью вложений в инвестиционные проекты, не дающие моментальной отдачи.

В качестве нефинансовых ковенантов выступают так называемые *негативные залогов (negative pledge)*, которые, например, могут ограничивать продажу ряда активов предприятия.

Нарушение данных условий автоматически включает право держателей бумаг на досрочное погашение и получение компенсации. В противном случае необходимо собирать собрание и получать *согласие на нарушение (consent agreement)*, что подразумевает уплату существенного штрафа (вплоть до 3-5% от номинального размера эмиссии).

Секьюритизированные ценные бумаги представляет собой совсем молодой, но очень стремительно развивающийся сегмент рынка евробумаг. Несмотря на то, что первые выпуски были размещены еще в 2005 году (выпуск Росбанка по секьюритизации дебиторской задолженности по кредитным картам частных лиц и два выпуска Банка Союз) говорить о развитии рынка можно лишь начиная со второго квартала 2006 года, когда в течение всего 1 года было размещено сразу 20 новых выпусков общим объемом более 4,6 млрд. долларов США. Основными участниками данного сегмента являются коммерческие банки, проводящие секьюритизацию диверсифицированных прав требования, платежей по кредитным картам, автокредитов, потребительских кредитов (ABS, DPR) и ипотечных кредитов (RMBS). Также в сегменте присутствуют и промышленные компании, представленные выпусками РЖД по секьюритизации лизинговых платежей.

ABS (Asset Based Securitization) представляют собой ценные бумаги, которые дают их владельцам право на получение денежных поступлений от определенного пула (набора) активов.

RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) – ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой, наиболее распространенная форма секьюритизации (частный случай ABS). Обеспечением по таким ценным бумагам выступает пул однородных ипотечных кредитов, обеспеченных жилой недвижимостью.

CDO (Collateral Debt Obligations) — один из видов секьюритизации (ABS), состоящий в эмиссии структурированных ценных бумаг, обеспечением которых является портфель (пул) корпоративных облигаций.

В российской практике организации заимствований на евродолговом рынке используются три принципиальные схемы выпуска евробумаг:

1. схема прямой эмиссии;
2. с использованием 100%-ной дочерней структуры, учрежденной за рубежом;
3. с использованием зарубежной структуры, не аффилированной с компанией–заемщиком, данная схема имеет две разновидности:
 - с использованием компании специального назначения (SPV) в качестве эмитента;
 - с использованием банка (банк-организатор) в качестве эмитента.

Первая схема прямой эмиссии предполагает размещение еврооблигаций от имени российского эмитента в валюте, отличной от валюты РФ, за рубежом. Для организации эмиссии таким способом необходимо реализация заемщиком следующих процедур:

- регистрация в ФСФР России проспекта эмиссии ценных бумаг;
- получение разрешений на вывоз ценных бумаг от Центрального Банка Российской Федерации;

- легализация выпуска в стране размещения, внесение выпуска в котировальные листы торговых систем (и/или биржевых площадок);
- урегулирование сделок и проведение расчетов.

Данная схема в виду многочисленных проблем регулирования и налогообложения применяется при выпусках суверенных и муниципальных еврооблигаций. Главным препятствием для реализации данной схемы в корпоративном секторе является состояние российского налогового и валютного законодательства.

Вторая схема, предполагающая эмиссию от имени 100%-ной дочерней компании за рубежом, достаточно часто используется российскими корпоративными эмитентами. В данной схеме зарубежная дочка является эмитентом ценных бумаг, а материнская компания в России предоставляет обеспечение по выпуску. Дочерняя компания обычно создается в странах с льготным режимом налогообложения доходов по ценным бумагам. Так же крайне желательным является наличие действующего договора об избежание двойного налогообложения по налогу на прибыль.

Основными этапами реализации схемы являются следующие:

- получение разрешений Центрального Банка на создание зарубежного юридического лица;
- учреждение юридического лица за рубежом;
- регистрация проспекта эмиссии дочерней компании;

На практике в последнее время наибольшее применение нашла третья схема, структурно похожая на вторую схему. На рис. 2 представлена схема выпуска ценных бумаг с использованием SPV, в случае использования банка схема остается такой же, только вместо SPV именно банк является эмитентом еврооблигаций.

Основными участниками процесса размещения еврооблигаций являются следующие субъекты⁷:

1. Компания – заемщик;
2. Компания специального назначения (SPV – special purpose vehicle);
3. Трасти (trustee)/ финансовый агент (fiscal agent);
4. Инвесторы;
5. Банк-организатор (lead-manager), синдикат (syndicate);
6. Платежный агент (paying agent);
7. Процессуальный агент (procedural agent);
8. Юридические консультанты (не менее 2-х) (law firms).

Как следует из схемы, компания-заемщик, расположенная в России, заключает кредитный договор (loan agreement) с зарубежным (европейским) юридическим лицом. Применимым правом данного договора устанавливается право страны-эмитента (SPV) или английское право. Использование зарубежного права в правоотношениях является обязательным условием реализации всей схемы, так как в лице участников рынка российское право не в состоянии обеспечить защиту интересов сторон.

В качестве страны зарубежного юридического лица – компании специального назначения, как правило, используются стабильные европейские юрисдикции, обладающие также благоприятным налоговым режимом с точки зрения заключенных соглашений об избежании двойного налогообложения с Россией с целью минимизации налоговых рисков.

В практике российского рынка наиболее популярными юрисдикциями являются Ирландия, Нидерланды и Люксембург. Использование оффшорных юрисдикций (Британские виргинские острова, Гибралтар) и/или юрисдикций с низким уровнем налогообложения (Кипр) не допускается, так как данные юрисдикции не являются стабильными и устойчивыми в понимании инвесторов.

⁷ На практике реальное количество лиц, вовлеченных в процесс выпуска, может быть более 20. Присутствие дополнительных компаний, как правило, зависит от внутренних стандартов банка-организатора и особенностей применимого права.

Компания специального назначения (SPV) не ведет никакой деятельности кроме деятельности, связанной с ведением и обслуживанием выпуска (shell company). Она либо специально учреждается для этих целей, либо используется одна из существующих компаний (обычно это компании неявно аффилированы с банком-организатором выпуска и в отношении акций которых используются схемы номинального депозитарного держания или траста). Уставные документы компании специально сконструированы таким образом, чтобы не допустить иного использования средств, кроме как сначала для выдачи займа российской компании-заемщику и в последствии для обслуживания долга. Состав органов управления данной компании (директора, правление) обычно состоит из сотрудников банка-организатора.

Трасти (trustee) выполняет функции доверительного управляющего (представителя интересов) инвесторов. Основными обязанностями трасти являются:

- отслеживание выполнения всех существенных условий выпуска;
- отслеживание сроков выполнения обязательств и раскрытия информации компанией-заемщиком;
- взаимодействие с держателями нот по всем вопросам, связанным с выпуском;
- представление интересов держателей нот в судах и иных инстанциях.

Так же в схеме может присутствовать финансовый агент, выполняющий функции трасти только по отношению к компании специального назначения.

Возникновение правоотношений трасти происходит с подписанием соглашения о трасте (trust deed) между компанией специального назначения и трасти. Обычно трасти возглавляет и организует работу некоторого числа компаний, исполняющих те или иные функции в рамках соглашения о трасте (общение с инвесторами, выпуск и рассылка печатных материалов и бюллетеней, обеспечение информационного освещения в системе Clearstream и т.д.). Отношения между всеми субъектами траста регулируются дополнительными соглашениями (supplement trust deed). В качестве трасти обычно выступает либо авторитетное юридическое партнерство в данной юрисдикции, либо аффилированная с банком-организатором компания.

Присутствие в схеме **платежного агента (paying agent)** необходимо для организации и упрощения процедуры расчетов по обслуживанию основной суммы долга и процентов. Между компанией специального назначения, компанией-заемщиком и платежным агентом подписывается трехстороннее соглашение (аналог постоянного платежного поручения) в соответствии с которым, компания-заемщик напрямую, минуя компанию специального назначения осуществляет платежи в пользу еврооблигаций.

Единственной функцией **процессуального агента (procedural agent)** является представление российской компании-заемщика в суде применимой юрисдикции. В случае возникновения споров и разногласий, все документы для процессуальных разбирательств должны передаваться через процессуального агента, располагающегося в той же юрисдикции, что и суд.

Главным с точки зрения набора функций участником процесса наряду с компанией-заемщиком является **банк-организатор выпуска (lead manager)**. Данный институт отвечает в целом за выпуск и выполняет следующие функции:

1. Вместе с менеджментом компании проводит внутренний (in-house) due diligence бизнеса компании для формирования оптимальной концепции выпуска;
2. Проводит пре-маркетинг (pre-marketing) среди инвесторов для выяснения потенциального спроса на бумаги;
3. Организует в целом правовую схему размещения выпуска (отвечает за структурирование зарубежной части схемы);
4. Принимает активное участие в подготовке материалов для инвесторов и роад-шоу (информационный меморандум, презентация для инвесторов, пресс-релизы в информационных системах Clearstream, Euroclear, Bloomberg, Reuters и др.);

5. Определяет план-график работы над выпуском с учетом существующих ограничений;
6. Предоставляет заемщику услуги андеррайтинга (опционально);
7. Формирует при необходимости синдикат банков соучастников организации выпуска и андеррайтингу (co-lead manager, managers, co-managers);
8. Формирует книгу заявок (bookbuilding, bookrunning) в соответствии с которой в последствии и происходит размещение выпуска;
9. Рекомендует оптимальный временной интервал для размещения с учетом динамики рынка и спроса.

Зачастую банк-организатор не действует в одиночку, а прибегает к организации синдиката банков, формируемого в целях диверсификации рисков и максимального географического и институционального охвата при размещении нот. В таком случае банк-организатор является генеральным менеджером (lead-manager), а остальные участники синдиката соменеджерами (co-lead manager, manager).

Крупнейшими банками-организаторами эмиссий кредитных нот на российском рынке являются следующие институты:

- UBS Investment bank,
- ABN AMRO,
- Citigroup,
- Morgan Stanley,
- CSFB,
- ING,
- Траст,
- МДМ банк.

Из-за сложности используемых при размещении схем, юридическое структурирование, позволяющее защитить права всех участвующих сторон, приобретает огромное значение. Как правило, над выпуском работают две **юридические компании**: одна со стороны клиента – компании-заемщика и другая со стороны банка-организатора. Принимая во внимание указанные выше особенности, мандаты на юридическое обслуживание, как правило, достаются наиболее крупным и авторитетным международным юридическим фирмам:

- Clifford Chance,
- Allen & Overy,
- Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP,
- Linklaters,
- Freshfields.

- **Таб. 1. Затраты в процессе выпуска рублевых облигаций.**

Затраты эмитента в процессе организации, размещения и обращения рублевых облигаций

1. Налог на операции с ценными бумагами	0.2% от выпуска, но не более 100 тыс руб
2. Оплата услуг депозитария	0.075% от выпуска
3. Вознаграждения банка	обычно от 0.5% до 0.8%
4. Расходы по публикациям сообщений о регистрации выпуска и отчета о выпуске	от 100 тыс руб до 600 тыс руб
5. Реклама, презентации	от 150 тыс руб до 300 тыс руб комиссия ММВБ - 0.02% от выпуска; экспертиза - 90 тыс рублей; плата за включение в котировальный лист от 21 до 75 тыс руб в год
6. Оплата услуг биржи	тыс руб в год

Рис.1. Место рынка кредитных нот.



Таблица 2. Затраты в процессе выпуска евробумаг.

Затраты	Кредитные ноты	Еврооблигации
	<i>до US\$150 mln</i>	<i>от US\$150 mln</i>
Единовременные:		
вознаграждение организатору	0.7-1.0%	0.7-0.8%
затраты на инфраструктуру	US\$250 тыс	US\$500 тыс ⁸
Периодические:		
обслуживание SPV	US\$30-40 тыс	US\$30-40 тыс
комиссия трасти и пл. агента	US\$10-20 тыс	US\$20-30 тыс
плата за листинг		US\$30-50 тыс
плата за рейтинг		US\$30-50 тыс
<u>Всего</u>	<u>US\$40-60 тыс</u>	<u>US\$140-220 тыс</u>

Таблица 3. Сравнительная таблица инструментов рынка евробумаг.

	Еврооблигации	Кредитные ноты
Определяющие признаки		
Листинг	да	не обязательно
Кредитные рейтинги	да	не обязательно
Дополнительные признаки		
Срок	более 3 лет	до 4-5 лет
Объем	более US\$200 млн	менее US\$200 млн
Наличие обеспечения	почти не бывает	бывает чаще
Условия андеррайтинга	ближе к гарантированному	отсутствует (как правило)
Синдикация	присутствует в большинстве случаев	отсутствует (как правило)

⁸ Затраты отличаются на стоимость получения листинга на зарубежной бирже, кредитного рейтинга (двух), проведения специальной юридической проверки (due diligence), и получения юридического заключения (legal opinion).

Рис. 2. Структура организации выпуска евробумаг.



Мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности бизнеса

инвестиционная привлекательность

первичное публичное размещение акций (IPO, initial public offering)

слияния и поглощения (M&A, merger and acquisition)

управление стоимостью бизнеса (VBM –value based management)

стейкхолдеры (stakeholders, заинтересованные лица)

PR-политика

HR-менеджмент

мотивация менеджмента компании

социальная ответственность бизнеса

маркетинговая политика

менеджмент качества продукции

Инвестиционная привлекательность - система мер, стимулирующая инвестиции, направленная на установление структуры и масштабов инвестиций, направлений их использования и источников получения в сферах и отраслях экономики.

В качестве основных составляющих инвестиционной привлекательности компаний в России и за рубежом приняты следующие направления деятельности компаний:

1. первичное публичное размещение акций (IPO, initial public offering)
2. слияния и поглощения (M&A, merger and acquisition)
3. управление стоимостью бизнеса (VBM –value based management)
4. PR-политика
5. HR-менеджмент
6. мотивация менеджмента компании
7. социальная ответственность бизнеса
8. маркетинговая политика
9. менеджмент качества продукции

Первичное публичное размещение акций как один из важнейших способов повышения капитализации компаний.

Проведение IPO для многих компаний является наиболее популярным способом повышения уровня капитализации. Все больше компаний стремится обеспечить экономический рост посредством глобализации рынков капитала. Поэтому ситуация в области IPO в последнее время очень изменилась. Как считает вице-президент компании «Эрнст энд Янг» Грегори Эриксен, рост в Европе в большой мере обусловлен стремительным развитием IPO в странах Восточной Европы, особенно в России и Польши.

Прогнозируется дальнейший рост, так как высоки заявки потенциальных эмитентов. Во многом развитию рынка IPO в России способствует деятельность ФСФР, совершенствование законодательства. «ФСФР решила, как ограничить отток фондового рынка на западные биржи. Служба снизила квоту на выпуск российскими компаниями депозитарных расписок с 40% до 35% и обязала их размещать на внутреннем рынке 30% предназначенных для IPO акций. Взамен ФСФР упростила процедуру IPO в России».

По данным 2005 года, российские компании привлекли за рубежом \$4 млрд., а в России - \$0,5 млрд. Однако многие операции происходили с некоторыми нарушениями, поэтому ФСФР решила ужесточить требования, чтобы задержать перспективные бумаги на родине. Изменив правила, ФСФР стремится обеспечить условия, при которых можно определить справедливую рыночную стоимость акций. Если раньше было необходимо сначала зарегистрировать выпуск акций в ФСФР, затем в течение 45 дней предоставить право акционерам выкупить эти акции и лишь потом организовать аукцион для

инвесторов, то сейчас эмитенты могут лишь уведомлять ФСФР о предстоящем размещении.

Эксперты отмечают, что способы финансирования усложняются, при этом расширяются возможности заимствования ценных бумаг и повышаются требования к раскрытию информации. О степени информационной прозрачности можно судить, благодаря институту биржевого листинга. В развитие фондового рынка сегодня разрабатываются законопроекты о новом порядке проведения IPO, введении новых видов облигаций (с досрочным погашением, имущественным эквивалентом, особыми условиями исполнения, залогом прав требований), о повышении финансовых посредников, изменении законодательства об ипотечных ценных бумагах и другие.

Большое внимание инвесторов при первичном размещении ценных бумаг уделяется уровню корпоративного управления. Профессионалы фондового рынка отмечают, что если данный уровень высок, инвесторы готовы платить за подобную компанию на 30% больше. Руководитель Фондовой биржи ММВБ Валерий Петров считает, что повышение качества корпоративного управления является важным немонетарным фактором роста финансового рынка России.

По оценке экспертов, размещение в последнее время принимает систематический характер, хотя раньше подобные процессы происходили лишь время от времени. Однако рост фондового рынка России отличается своей неравномерностью. Больше всего на рынке котируются акции металлургических и нефтегазовых компаний. Согласно данным исследователей, совокупная капитализация «Газпрома» и нефтяных компаний составляет более 60% капитализации российского фондового рынка. Это объясняется тем, что такие предприятия обладают значительными активами, положительными финансовыми показателями, что, естественно, привлекает многих инвесторов.

Чуть медленнее развивается рынок IPO организаций потребительского сектора, в частности, пищевой промышленности, агропромышленного комплекса, а также розничной торговли.

Третье место по количеству проведенных IPO занимают компании, работающие в сфере IT и СМИ. В отличие от зарубежных компаний, для которых размещение акций является основным способом повышения капитализации, российский фондовый рынок еще весьма узок. Более успешными в области IPO являются банки и финансовые компании. Это объясняется необходимостью для банков постоянно повышать уровень своей капитализации, чтобы оставаться кредитоспособными.

В настоящее время эксперты определяют:

Основные критерии, из которых следует исходить компании при выборе организатора первичного размещения акций:

- репутация организатора;
- стоимость привлечения средств (итоговая премия организаторов колеблется в России от 1,5 до 5% от объема привлеченных средств, за рубежом – от 3 до 10%);
- опыт предыдущих первичных размещений на финансовых рынках;
- наработанные связи с другими инвестиционными банками, которые могут участвовать в синдикате;
- наличие собственного пула инвесторов, которых могут заинтересовать акции эмитента;
- наличие мощного аналитического, юридического и информационного ресурсов;
- соответствие организатора требованиям площадки и страны, где происходит IPO.

Обязанности организаторов IPO:

- аналитические исследования рынка;
- построение финансовой модели компании по результатам оценки ее бизнеса и рыночной конъюнктуры;
- расчет стоимости компании и установление оптимальной цены акций при размещении;

- подготовка совместного с эмитентом пакета эмиссионных документов, презентации для инвесторов, проведение маркетинговой компании;
- сбор заявок инвесторов и распределение среди них акций;
- поддержка котировок акций компании эмитента и выпуск аналитических отчетов после проведения IPO.

За что придется платить компании при выпуске акций на биржу:

- изменение корпоративной структуры;
- зарплата независимым директорам;
- подготовка и аудит отчетности;
- услуги юридических фирм и инвестиционных банков;
- работа с инвесторами.

Требования к открытой компании включают в себя, прежде всего: обязательное раскрытие информации и равное взаимодействие со всеми инвесторами. Несмотря на то, что цели простые, часто бывает трудно понять, какие именно действия и обязательства они предполагают, особенно если учитывать, что цена акций чувствительна к любой существенной информации.

Инвесторы хотят принимать решения на основе текущей и надёжной информации, которая позволяет предупредить возможную непредвиденную, необъяснимую волатильность акций и спекуляцию. Каждый инвестор в отдельности реагирует на полученные сведения с разной скоростью, но стоит убедиться в том, что информация становится доступной всему рынку одновременно. Необходимо немедленно оповещать инвесторов о будущих планах компании относительно стратегии развития. Информация должна немедленно разглашаться, если выяснилось, что произошла утечка сведений, которые могут оказать влияние на цену. Любые решения совета директоров, которые могут оказать влияние на цену акций должны быть опубликованы до начала торгов. Если цена акций резко меняется, регуляторы могут заинтересоваться, не случилась ли утечка информации.

Для инвесторов важно убедиться в том, что у руководства есть чёткое представление и свой взгляд на будущее развитие компании. На встречах с потенциальными инвесторами важно убедить их в том, что руководство компании соответствует определённым квалификационным требованиям, продемонстрировать потенциальным инвесторам, что оно обладает:

- Представлением о своём бизнесе, его основных движущих силах
- Энергией и достаточной уверенностью для того, чтобы вести за собой компанию
- Возможностью здраво оценивать риски и возможности бизнеса, способностью адаптироваться к потенциальным угрозам и пользоваться представившимися возможностями
- Способностью возглавлять мотивировать и руководить командой, ответственной за достижение целей компании

Инвесторы готовы поддержать энергичный менеджмент и потенциально успешный бизнес, но не будут инвестировать в компанию, действующую только в целях руководства. Как показывает опыт, компании редко удаётся стать инвестиционно - привлекательной менее чем за два года.

Руководство компании может отклонить определённые решения, которые могли бы оказаться прибыльными в долгосрочной перспективе, а в настоящее время могут негативно отразиться на цене акций.

Директора и ответственные лица должны осознавать ответственность в рамках своей деятельности в открытой компании, регулярно обсуждать основные вопросы, касающиеся бизнеса и его развития с аналитиками, журналистами и регуляторами.

Компания должна демонстрировать устойчивое финансовое положение и уверенное развитие на протяжении нескольких лет.

Прежде чем приступать к подготовке размещения своих акций, руководству необходимо решить ряд важных вопросов:

- Организация текущей деятельности компании.
- Выбор подходящих и компетентных консультантов.
- Готовность к статусу открытой компании и постоянному вниманию со стороны общественности и аналитиков.
- Подготовка информации для исследования деятельности компании.
- Создание бизнес-плана понятного и привлекательного для инвесторов.
- Разграничение компетенций и обязанностей членов совета директоров и руководителей компании.

Руководство открытой компании несёт юридическую ответственность за информацию, которая попадает на рынок и за соответствие требованиям регуляторов и фондовых бирж. Любые решения на уровне совета директоров должны публиковаться, даже если не известно время их исполнения.

Совет директоров и владельцы компании нанимают дополнительных консультантов, которые помогают определить уровень зарплат, положенный руководству и работникам. Анализ учитывает тенденции бизнеса в сравнении с показателями конкурентов и утверждается андеррайтерами.

Назначения независимых директоров служит показателем отношения компании к поддержанию высоких стандартов корпоративного управления. Как опытные и независимые специалисты они выполняют следующие функции:

- являются ценными советниками в отношении стратегии бизнеса с широкими знаниями и пониманием индустрии, имеющие контакты со многими важными контрагентами и инвесторами.
- являются арбитрами, знающими лучшую практику ведения бизнеса.

Слияния и поглощения (M&A, merger and acquisition)

Как известно, процессы объединения компаний во многом положительно сказываются на их развитии: вновь созданная организация становится гораздо крупнее своих «родителей», увеличивается уровень ее капитализации и т.п. Многие специалисты отмечают, что значительную роль в формировании капитала играет концентрация производства, а также его монополизация. Особенно эффективным, по их мнению, является образование капитала, которое связано с объединением финансовых и нефинансовых предприятий различных отраслей предпринимательства. Кроме того, вполне понятно, что рост промышленного капитала приводит к развитию торговых, банковских отношений, налаживанию связей между ними.

Существует классификация, согласно которой выделяют три типа объединений: горизонтальное, вертикальное и конгломератное (диверсифицированное).

1. Горизонтальное слияние. Происходит объединение предприятий одной отрасли, обладающими одинаковыми производственными характеристиками. Данный тип слияний известен довольно давно, однако в современных условиях он становится характерным не только для узкоспециализированных предприятий, выпускающих однотипную продукцию, но и для крупных организаций, так как основой для подобных объединений могут служить особенности потребления выпускаемой продукции.

2. Вертикальные слияния. Объединяются предприятия поставляющие сырье или готовую продукцию, перерабатывающие и потребляющие их. Данный тип интеграции хорош тем, что образовывается целая иерархия субподрядчиков разных уровней. Вертикальные слияния способствуют снижению затрат времени и денег на производство и реализацию продукции, обеспечивают легкость контроля за процессом.

3. Диверсифицированные образования. В конгломераты объединяются простые структуры по производству и продаже технологически несвязанной продукции. Благодаря подобному объединению, предприятия получают возможность перепрофилироваться с производства нерентабельной продукции на выпуск товаров, находящихся на подъеме.

Другие преимущества диверсифицированных слияний – загрузка мощностей, которые раньше простаивали, снижение конкурентных издержек.

Таким образом, процессы слияний имеют ряд положительных последствий. Но существуют и другие процессы, которые в зарубежной литературе именуется поглощениями, а в российской практике получили название присоединений. Как известно, в результате таких объединений одно из предприятий перестает существовать, а другое, наоборот, увеличивается и получает широкие возможности дальнейшего развития. Несомненно, процессы объединения компаний служат инструментом увеличения капитализации, расширения производства, значительного снижения издержек и т.д. Но для российских организаций они являются источником многих проблем. Это в первую очередь связано с несовершенством отечественного законодательства. Благодаря тому, что в нормативных документах не прописаны многие важные моменты, некоторым компаниям приходится страдать от недружественных захватчиков. В таких случаях организации вместо того, чтобы расти и развиваться, приходится искать способы спасения себя от недружественного присоединения. Одним из наиболее известных способов является привлечение «белого рыцаря» - компании, объединение с которой желательно при угрозе враждебного поглощения.

Управление стоимостью бизнеса (VBM –value based management)

Управление компаниями в большинстве случаев сводится к стремлению повысить рентабельность организации, ее прибыльность, увеличить объем продаж, долю на рынке. Однако в последнее время менеджеры стараются направлять свою деятельность в сторону увеличения капитала компании, чтобы стать более привлекательной для потенциальных инвесторов.

Большинство крупных российских компаний образовано в форме акционерных обществ. В управлении организацией существуют значительные трудности, связанные с распределением акций. Во многих компаниях есть так называемые стратегические инвесторы, имеющие значительный пакет акций, достигающий порой 50% и даже больше. Конечно, такой акционер, заинтересованный в долгосрочном развитии компании, может принять решение о том, чтобы отказаться от выплаты дивидендов с целью получения высоких прибылей в будущем.

Однако бывают и мелкие акционеры, имеющие лишь несколько акций. Они, напротив, стремятся к получению прибыли в краткосрочном периоде. В данном случае возникает значительное противоречие, в результате которого может появиться «недружественный» инвестор, скупающий доли миноритарных акционеров. В течение некоторого временного промежутка в его руках может сосредоточиться блокирующий пакет акций, что значительно будет затруднять управление компанией. Но даже если нет инвестора, обладающего блокирующим пакетом, наличие большого количества миноритариев осложняет процесс повышения капитализации фирмы.

По мнению экспертов, в процессе оценки часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия (не всех 100% акций), а лишь конкретного пакета. В данной ситуации необходимо определить степень влияния многих факторов: какой пакет оценивается – контрольный или миноритарный; каково воздействие на стоимость степени ликвидности акций предприятия; какие поправки и в каком объеме нужно использовать; какой метод оценки выбран. При определении стоимости пакета акций используются методы дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, сделок, стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости.

Приверженцы теории *стейкхолдеров (stakeholders)* настаивают, что при управлении компанией менеджеры должны учитывать мнение клиентов, кредиторов, общественных организаций и других заинтересованных лиц. Противники данной концепции утверждают, что удовлетворение потребностей такого широкого круга лиц является лишь средством достижения главной цели деятельности любой организации – максимизации стоимости компании и увеличения доходности акций.

4. PR-политика

Как отмечают аналитики, сегодня стоимость успешных западных компаний складывается из двух составляющих: 40% материальных и 60% нематериальных активов (стоимости бренда компании). Все вложения в бренд должны приносить реальную отдачу, именно поэтому одна из основных задач PR-управлений крупных корпораций – разработка эффективной и долгосрочной PR-стратегии, все аспекты которой согласуются только с топ-менеджментом.

Специалисты подчеркивают, что в рекламу и PR-кампанию нужно не просто вкладывать, а инвестировать, чтобы в будущем получить значительную прибыль. Определение стоимости нематериальных активов необходимо по нескольким причинам:

1. капиталовложения на создание нематериальных активов во многих отраслях превышают вложения в материальные активы;
2. при оценке акций компаний фондовый рынок учитывает стоимость нематериальных активов.

Для любой компании важно выделяться среди конкурентов, повышать имидж, эффективность работы. Кроме того, росту престижа компании способствует открытость деятельности организации, прозрачность финансовой отчетности. Использование PR-инструментов обеспечивает достижение поставленных целей, а также позволяет достичь более высокого уровня доходности.

Профессиональная PR-деятельность в инвестиционно-финансовой компании должна способствовать достижению следующих целей:

- - повышению узнаваемости бренда компании;
- - изменению имиджа корпорации в связи с новыми видами деятельности;
- - усилению позиций по отношению к внешним рискам;
- - информированию общественности о конкурентных преимуществах и новых услугах;
- - повышению осведомленности целевых групп об участии топ-менеджмента компании в ключевых процессах, происходящих в бизнес-сообществе;
- - четко спланированной «отстройке» от конкурентов;
- - профессиональной работе, направленной на достижение этих целей, которая в итоге приведет к увеличению стоимости бренда корпорации.

Проведение PR-кампании предполагает прохождение нескольких этапов, каждый из которых основан на анализе результатов, достигнутых в предыдущие периоды. Таким образом, нельзя определить стандартные способы проведения PR-политики для всех организаций. Каждая компания должна самостоятельно решать, как именно выстроить свою кампанию.

5. HR-менеджмент

Управление персоналом организации является одной из самых сложных сторон работы менеджеров. При этом важно не только определять размер зарплат и премий, но также учитывать психологическую составляющую отношений сотрудников между собой. HR-менеджеру необходимо обладать достаточными экономическими знаниями и навыками, знать в совершенстве трудовое законодательство. Однако на предприятиях часто возникают конфликты, причиной которых может быть что угодно: нечетко сформулированные цели, различие в понимании целей и определению способов их достижения, невыполнение должностных обязанностей, неполная и неточная передача информации. Все перечисленные выше причины относятся к разряду трудовых. Существуют также психологические причины конфликтов в организации: напряженная атмосфера в коллективе, недостаточность коммуникации работников, несоответствие ценностей отдельных работников, темперамента и т.д. Таким образом, HR-менеджеру необходимо быть еще и психологом, чтобы управление не привело к негативному результату.

Для чего нужно учитывать все стороны управления персоналом? Как это связано с повышением капитализации компании? Ответ на эти вопросы довольно прост: сотрудники, которые довольны своим рабочим местом, своей зарплатой, рабочей атмосферой, работают с максимальным использованием трудовых ресурсов, стремятся повысить качество своей работы, что, несомненно, способствует росту престижа компании.

6. Мотивация менеджмента компании

Одним из самых распространенных методов мотивации менеджмента организации в долгосрочной перспективе являются опционы на акции компании, на которую они работают. Опционы – ценные бумаги, дающие менеджерам возможность выкупить акции, непосредственно связанные с ростом стоимости акций. В крупных организациях часто менеджеры имеют прямой интерес в успешности работы предприятия, ведь от этого зависит и их личное благополучие.

Однако в последнее время стали все чаще проявляться недостатки данной системы: на цену акций оказывает влияние множество внешних факторов (экономическая ситуация, настроение инвесторов и т.п.), кроме того, рост стоимости акций компании не всегда свидетельствует об успешной работе организации, он может произойти вследствие искажения информации (пример тому компания Enron).

Таким образом, перед многими компаниями сегодня встает еще одна проблема: какие можно применить способы для стимулирования менеджеров к качественной работе. В качестве такого способа выступает постановка долгосрочных задач перед топ-менеджерами, рассчитанных на период 2-3 года. Однако одна эта проблема влечет за собой другие: в современных условиях очень сложно поставить такие цели, которые не менялись бы в течение столь длительного периода. Поэтому сегодня цели определяются на один год, что позволяет компании оставаться достаточно гибкой, а также учитывать, прежде всего, интересы акционеров.

7. Социальная ответственность бизнеса

Для эффективной работы любой компании необходимо учитывать влияние внешней среды не только с целью минимизации рисков, но и для повышения капитализации организации. Корпоративная социальная ответственность (КСО) – ответственность компании как работодателя, делового партнера, «гражданина», члена сообщества; часть постоянной стратегии компании по увеличению своего присутствия в обществе и развитию своего бизнеса; возможность оказать позитивное влияние на сообщество, в котором работает компания.

Однако стоит понимать, что КСО не является благотворительностью, а выступает одним из инструментов повышения деловой репутации бизнеса, а также способом минимизации рисков при взаимодействии с заинтересованными лицами (покупателями, поставщиками, кредиторами, общественными организациями, органами государственной власти и т.д.). Поэтому КСО включает проведение экологической политики, охраны труда, безопасности персонала, его развития.

Цели деятельности любой компании, как правило, одинаковые: рост капитализации, захват и удержание доли на рынке, диверсификация, повышение доходности, предотвращение кризисной ситуации или выход из нее. Как ни странно, развитие системы КСО не мешает, а во многом способствует достижению поставленных целей.

Основной проблемой в системе КСО для отечественных компаний является размер предприятия. Понятно, что крупные стабильные предприятия, в отличие от организаций мелкого и среднего бизнеса, могут позволить себе инвестировать в социальное развитие того или иного региона. Но стоит обратить внимание на то, что подобные программы в будущем приносят немалую прибыль самим компаниям.

8. Маркетинговая политика

Как известно, степень износа оборудования российских компаний на сегодняшний день является очень высокой по сравнению с аналогичными показателями в развитых странах.

В связи с этим все больше возрастает роль нематериальных активов. Многие эксперты задаются вопросом: считать ли наличие маркетинговой стратегии нематериальным активом? Ответ на этот вопрос во многом зависит от того, для чего необходим учет работы маркетологов. Если речь идет об уровне капитализации компаний, то, по мнению руководителей иностранных компаний и совместных предприятий, маркетинговую стратегию можно отнести к нематериальным активам в 36%-87% случаев. Такое различие во мнениях обусловлено тем, что оцениваются предприятия, относящиеся к разным отраслям деятельности. Так, в машиностроении проведения маркетинговой политики, очевидно, оказывает меньшее влияние на успешность развития организации, чем, например, в отрасли связи. Но в одном суждения опрашиваемых сходятся: маркетинговая стратегия оказывает значительное влияние на уровень капитализации компаний. По оценке специалистов, среднее значение оценки маркетингового резерва роста капитализации – 15-20%.

Эксперты считают, что основными маркетинговыми источниками повышения капитализации российских компаний являются выбор целевых рынков (по емкости, прибыльности, соответствию компетенциям компании), создание отличительных преимуществ (по продукту, сервису, операциям, торговым маркам), построение систем лояльности потребителей (повторные закупки, продолжительность совместного бизнеса). На базе этих источников должны быть реструктурированы текущий, среднесрочный и долгосрочный бизнес-портфели и приняты стратегические решения по дивестированию, сохранению позиций или росту в каждом из портфелей. Для эффективного применения российскими компаниями программ разработки и реализации маркетинговых стратегий необходима подготовка профессиональных стандартов для различных по величине бизнеса компаний.

9. Менеджмент качества продукции

В последнее время все больше российских компаний принимает решение о создании системы менеджмента качества (СМК) по стандартам ISO. Поэтому многие организации обращаются в консалтинговые компании с просьбой помочь им в постановке СМК. Однако многие из них подходят к вопросу формально и разочаровываются в этой системе, так как, ставя в качестве основной цели получение сертификата, а не развитие системы, не получают ничего, кроме дополнительной бюрократической нагрузки на свой бизнес.

Для определения влияния системы менеджмента качества специалисты выделяют две группы предприятий, заинтересованных в повышении стоимости: те, которые стремятся привлечь иностранные и российские инвестиции, и те, которые готовятся к продаже. Для первых наличие международного сертификата СМК уже повышает степень доверия со стороны потенциальных инвесторов, так как означает упорядоченность деятельности организации, внешний контроль со стороны независимых регистраторов. Для инвесторов стоимость предприятия чаще всего определяется доходным методом, основанным на определении дисконтированного денежного дохода, который принесет бизнес в будущем. Эксперты отмечают, что при оценке стоимости предприятия доходным методом наличие международного сертификата увеличивает стоимость двояким образом: за счет снижения рисков будущих доходов, а также вследствие роста объема будущих денежных потоков.

Для предприятий, готовящихся к продаже, рыночная стоимость определяется как стоимость его активов плюс системный эффект (goodwill) – имидж организации, деловая репутация, торговая марка, взаимоотношения с клиентами, номенклатура продукции, местонахождение и т.д. С одной стороны, построение менеджмента качества позволяет увеличить стоимость таких показателей, как имидж, деловая репутация; с другой стороны, получение сертификата напрямую влияет на повышение рыночной стоимости компании.

Таким образом, для российских компаний существует немало способов повышения уровня инвестиционной привлекательности. Необходимо лишь определить, какие из них наиболее приемлемы для организации на данном этапе ее развития и как лучше их реализовать.

Рисунок 1. Пути повышения стоимости компании

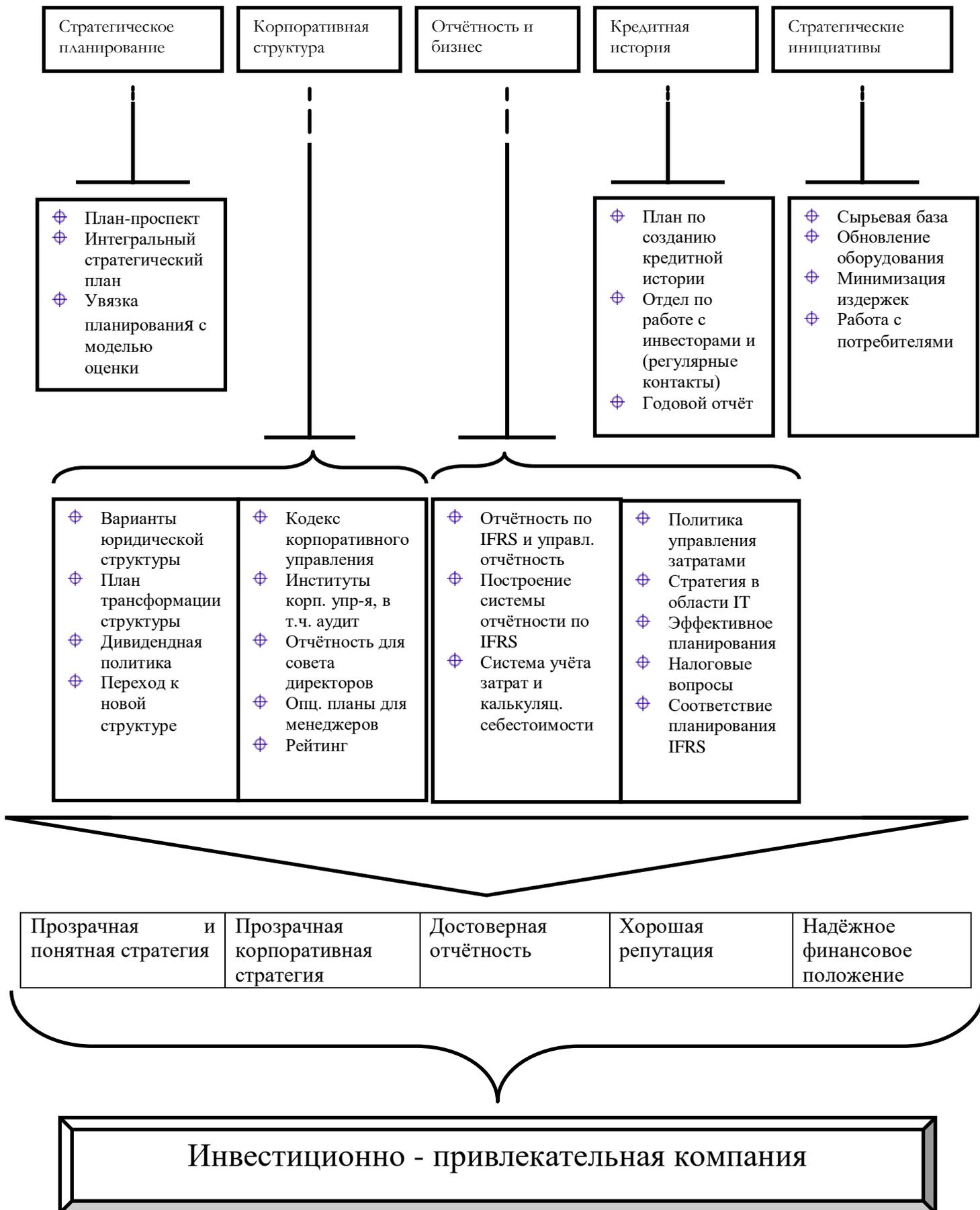


Рисунок 2. Факторы уровня капитализации компании

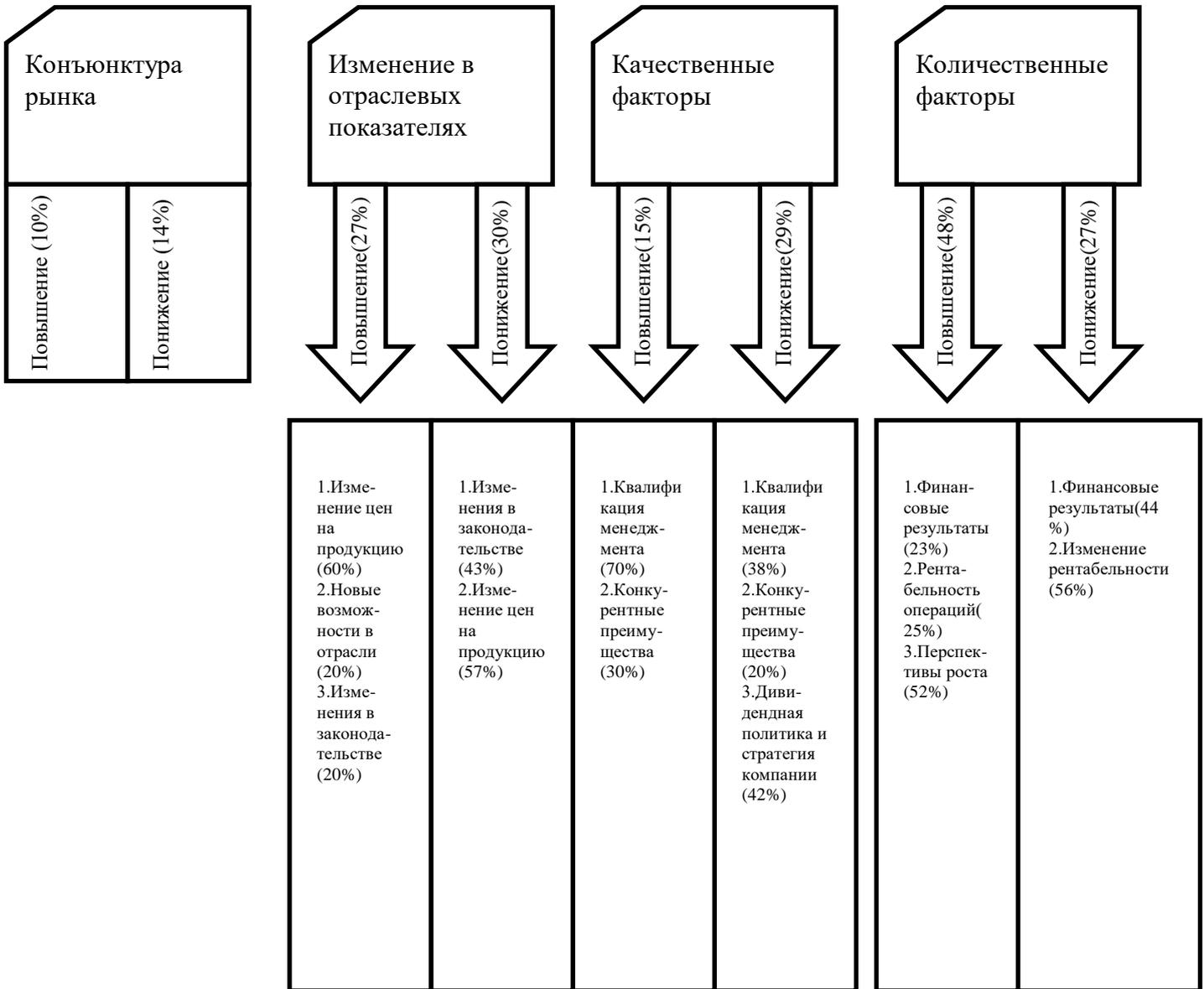


Рисунок 3. Формирование стоимости компании.

<i>Качественные факторы</i>	<i>Чёткая и эффективная стратегия</i>	<i>Профессиональное руководство компании</i>	<i>Постоянное информирование инвесторов</i>	<i>Отлаженные бизнес-процессы</i>	<i>Квалификация менеджмента</i>	<i>Понятная и прозрачная юридическая структура</i>
-----------------------------	---------------------------------------	--	---	-----------------------------------	---------------------------------	--



<i>Степень ликвидности акций</i>	<i>Оптимизированное налогообложение</i>	<i>Оптимальная структура капитала</i>	<i>Точность в прогнозировании денежных потоков</i>	<i>Операционная эффективность</i>	<i>Перспективное направление бизнеса</i>	<i>Количественные факторы</i>
----------------------------------	---	---------------------------------------	--	-----------------------------------	--	-------------------------------

Основными критериями повышения инвестиционной привлекательности компании являются:

- ⊕ Стратегия компании и её чёткая реализация
- ⊕ Повышение темпов роста и эффективности
- ⊕ Работа с инвесторами
- ⊕ Квалификация менеджмента
- ⊕ Точность при составлении прогнозов

Рыночная стоимость компании более всего зависит от результативности. Инвесторы, прежде всего, оценивают стабильность финансовых результатов и перспективы роста. Интерес к компании может резко упасть из-за корпоративных скандалов и низкого уровня прозрачности.

3. Инвестиционная привлекательность бизнеса и стоимость компании

1. Инвестиционная привлекательность компании: взгляд инвестора
АТОН
2. Частная закрытая и публичная компания: в чем разница?
Каширова Анна Владимировна, доцент кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления МГУ им. М.В. Ломоносова, кандидат экономических наук, e-mail akashirova@yandex.ru
3. Выбор компанией инвестора: фонд прямых инвестиций или стратегический инвестор?
инвестиционная компания, Комов Александр, ведущий консультант Тайга Капитал
4. IPO как инструмент привлечения инвестиций
Герасимов А. В. , Гутарева Е. Ю.
5. Долговые ценные бумаги как инструмент финансирования российских компаний
Савельев Иван, Интер РАО ЕЭС
6. Мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности бизнеса

Принципы управления стоимостью

Стоимость компании
Ключевые принципы управления стоимостью
Рыночная стоимость актива
Внутренняя стоимость актива
Качество информации
Внутренние улучшения
Внешние улучшения

Цель данной статьи – сформулировать основные идеи управления стоимостью бизнеса. Принципы управления стоимостью являются своеобразной конституцией для современного топ-менеджера. Следование этим принципам во многом определяет эффективность деятельности менеджмента по увеличению стоимости компании. Под **стоимостью компании** понимается стоимость ее будущих экономических выгод. Формально она определяется способностью компании создавать денежные потоки и уменьшать неопределенность, связанную с их поступлением в будущем.

Стоимость является наилучшим критерием деятельности компании в интересах акционеров, поскольку несет в себе максимум информации о работе компании. Способность управлять стоимостью – означает способность достигать целей корпоративной стратегии, направленной на максимизацию благосостояния собственников.

Ключевые принципы управления стоимостью систематизированы на рис. 1. Данные принципы являются «эталонном», который достигается в процессе внедрения системы управления, ориентированного на стоимость.

1. Конечным критерием для принятия любого решения менеджментом в компании¹ является стоимость бизнеса (рис.2)

Увеличение стоимости является основной целью деятельности компании. Критерием для принятия решений является характер влияния этого решения на величину совокупной стоимости компании. Максимальные усилия менеджмента компании направлены на принятие решений, результатом которых является увеличение стоимости. Важность решения и его целесообразность определяются влиянием решения на будущие денежные потоки и на его стоимость.

Пример. Предположим, компания X ставит в качестве основного критерия эффективности своей деятельности экономическую прибыль на конец года. Тогда у менеджеров появляется стимул отказываться от перспектив роста в будущем в сторону более высокой величины экономической прибыли сегодня. Эта проблема возникает потому, что экономическая прибыль в краткосрочных целях является результатом деятельности, возникающим вследствие установленных активов. Следовательно, есть стимул к недоинвестированию, к минимизации величины инвестированного капитала в каждом периоде, что, в конечном итоге, может сдерживать рост стоимости.

2. Компания стремится быть естественным владельцем своих бизнесов (рис 3)

Компания максимизирует стоимость для собственников, в случае, если она является естественным владельцем всех своих активов. **Естественным владельцем бизнеса** является тот, кто может извлекать из него максимум стоимости по сравнению с другими агентами рынка. Это значит, что Компания стремится выходить из тех направлений бизнеса, естественным владельцем которых он не является, и покупать активы, из которых он сможет извлечь больше стоимости, чем какой-либо другой игрок рынка. Способность компании извлекать стоимость из бизнеса определяется как навыками корпоративного

¹ Компания представляет собой группу компаний, объединяющую различные направления бизнеса, состоящих в свою очередь из нескольких предприятий.

центра в проведении внешней реструктуризации, комбинировании активов, умении предвидеть изменения в развитии отрасли, так и опытом в стимулировании улучшений внутри компании. В общем виде действуют четыре критерия принятия решений относительно состава портфеля компании:

- Выходить из привлекательных направлений бизнеса, если кто-либо другой может извлечь из них больше стоимости.
- Приобретать средние или отстающие предприятия, если компания является для них естественным владельцем, то есть сможет извлечь из них больше стоимости, чем кто-либо другой.
- Сконцентрировать внимание на направлениях бизнеса с низкой стоимостью. Для них возможно два варианта действий: интенсивные улучшения внутри бизнеса, если компания является их естественным владельцем; продажа, если кто-либо другой способен предложить больше той стоимости, которую компания сможет извлечь из него.
- Улучшать финансово-экономическое положение бизнесов, если компания обладает достаточными навыками для этого, а затем продавать их естественным владельцам.

Для реализации вышеперечисленных принципов компания постоянно должна осуществлять мониторинг рыночной и внутренней стоимости своих бизнес направлений.

Рыночную стоимость актива для целей управления стоимостью удобно понимать цену, за которую актив может быть реализован в коротком периоде. Тогда как **внутренняя (инвестиционная) стоимость актива** равна сумме будущих выгод действующего собственника от владения активом.²

В случае, если цена, за которую можно продать актив, устойчиво превышает сумму будущих выгод от владения им, принимается решение о продаже актива. Активами могут выступать как действующие компании, так и отдельные производственные предприятия или их отдельные части, брэнды, в зависимости от масштаба компании и уровня управления.

Таким образом, менеджмент преследует интересы собственников независимо от структуры активов, находящихся в собственности или в управлении компании. Его задача состоит в формировании оптимального портфеля бизнес-направлений и предприятий, естественным владельцем которых компания стремится быть и поиска новых привлекательных для инвестирования направлений бизнеса.

Для компании, которая не является естественным владельцем всех своих активов, высока вероятность того, что денежные потоки прибыльных направлений будут перераспределяться на бизнесы с низкой доходностью. Совокупная стоимость будет снижаться. По-другому этот принцип можно сформулировать так: каждый должен делать только то, что умеет делать лучше всех.

Пример. Компания Y одновременно владеет предприятиями, производящими конфеты и шоколадные плитки. Продажи шоколадных плиток растут, бренд компании является самым привлекательным на рынке. Конфеты, наоборот, теряют свою долю, и постоянно требуют инвестиций и внимания руководителей к своим проблемам. Трезво оценив свои перспективы на рынке конфет, менеджмент получил внутреннюю оценку стоимости этого бизнеса. Поскольку цена, предложенная конкурентом, была выше, конфетное подразделение было продано. Вырученные средства были вложены в экспансию на рынках шоколадных плиток.

3. Менеджмент принимает решения на основе ключевых факторах стоимости на всех уровнях компании (рис. 4)

Поскольку стоимость является интегральным показателем, никакая компания не может воздействовать на него напрямую. В процессе управления стоимостью сначала выделяются ключевые факторы стоимости. **Факторы стоимости** – это любые

² Здесь и далее под стоимостью подразумевается именно внутренняя (инвестиционная) стоимость, если не отмечено обратное.

переменные, влияющие на величину стоимости, максимизация (минимизация) которых приведёт к ее увеличению. Знание факторов стоимости помогает менеджерам понять, что происходит на всех уровнях бизнеса. Изменение факторов стоимости является основным рычагом воздействия на стоимость.

Существует множество факторов стоимости в компании, однако не все они одинаково важны для компании. Основная задача компании состоит в выделении тех факторов, которые максимальным образом влияют на величину стоимости. Важно, чтобы на всех уровнях компании каждый сотрудник понимал, каким образом его деятельность ведёт к максимизации стоимости компании, какие факторы стоимости лежат в зоне его ответственности. Создание системы интегрированных стоимостных показателей предполагает осуществление следующих шагов:

1. Определение короткого списка ключевых факторов стоимости для каждого бизнеса компании.
2. Детализация каждого фактора стоимости до количественно измеримых показателей низшего уровня управления.
3. Закрепление зон ответственности за каждый фактор стоимости на всех уровнях организации.
4. Определение целевых значений показателей для каждого фактора стоимости.
5. Мониторинг изменения значений ключевых факторов стоимости.

Факторы стоимости выделяются на всех уровнях организации и представляют собой комплексную систему. Предположим: основным фактором стоимости является расходы на логистику. Тогда решение об увеличении уровня рентабельности продаж должно строиться на сокращении этих расходов

4. Менеджмент компании стремится обеспечить процесс принятия решений относительно ключевых факторов стоимости достаточным объемом и качеством информации (рис.5)

Для снижения неопределённости будущего, менеджмент компании стремится обеспечить принятие ключевых с точки зрения стоимости группы компаний решений ***полной, достоверной и актуальной информацией.***

- Полнота – наличие всей доступной информации для принятия ключевых решений;
- Своевременность – процесс сбора и обработки информации синхронизирован с процессом принятия решений, что обеспечивает быструю и своевременную реакцию компании на изменения рынков и способствует извлечению выгоды из любой ситуации;
- Актуальность – регулярная система сбора и обработки информации позволяет оперировать свежими данными.

В компании создаётся единая интегрированная система сбора и анализа информации, включающая в себя, прежде всего, блоки финансовой и маркетинговой информации. Маркетинговая информация позволяет сконцентрировать внимание на привлекательных рынках, а финансовая – на оптимальном перераспределении ресурсов (капитальных, денежных, человеческих). Прозрачный управленческий учет, система регулярных количественных маркетинговых исследований, единообразные в применении формы отчетности и модели стоимости помогают выполнить условия информационной эффективности. Реализация этого принципа на практике является одной из важных задач корпоративного центра, который должен определять стандарты сбора и анализа информации в бизнесах, контролировать их выполнение и обеспечивать образовательную и методическую поддержку специалистов.

Непрозрачный управленческий учет может привести к искажению управленческих решений. Кроме того, при продаже бизнеса цена сделки может быть ниже внутренней стоимости на величину скидки за непрозрачность

5. Решения на всех уровнях управления принимаются исходя из корпоративной стратегии компании и стратегий конкурентирования предприятий.

Принципиальной особенностью управления стоимостью является нацеленность на долгосрочные показатели деятельности компании. С помощью модели дисконтированных будущих денежных потоков компания принимает решения об оптимальном соотношении текущих показателей деятельности и будущих доходов. Управление стоимостью компании предполагает тесную взаимосвязь деятельности корпоративного центра и отдельных предприятий со стратегическими целями. Основная задача Компании в множестве возникающих управленческих решений концентрировать внимание на тех, которые укладываются в рамки корпоративной стратегии на уровне компании и стратегии предприятий на уровне отдельных направлений деятельности. Именно принятие таких решений ведет к постоянному наращиванию стоимости. Задачей группы компаний является разработка корпоративной стратегии и утверждение стратегий конкурирования для предприятий. На уровне направлений деятельности осуществляется разработка и внедрение стратегии конкурирования, а также функциональных стратегий.

Пример. Предположим, в рассмотрении руководителя находятся два инвестиционных проекта, создающих стоимость для бизнеса. Проект А направлен на улучшение качества продукции, а проект Б – на снижение издержек производства. Корпоративная стратегия заключается в создании продукта, приносящего максимальную полезность для потребителя. Тогда принимается первый инвестиционный проект

6. Размер вознаграждения топ-менеджеров ограничено только величиной стоимости, которую он создает для компании.

Первейший принцип вознаграждения менеджеров компании заключается в мотивации топ-менеджеров к созданию новой стоимости. Система вознаграждения тесным образом связана с системой оценки результатов деятельности, на которую опирается управление стоимостью.

При разработке системы оценки результатов в компании используются комбинированные финансовые и нефинансовые критерии, напрямую связанные с ключевыми факторами стоимости. Вознаграждение каждого менеджера зависит от изменения тех факторов стоимости, которые находятся в сфере его ответственности.

Система вознаграждения топ-менеджеров должна персонифицировать для каждого из них общую цель создания собственности. Это позволяет согласовывать интересы собственников и менеджмента, а также укрепить долгосрочную эффективность.

Существует следующее соответствие критериев оценки деятельности управленческим ролям: Генеральный директор – стоимость для акционеров, рыночная добавленная стоимость; Директор бизнес-направления – экономическая прибыль; Директор предприятия – Операционная прибыль, ROIC; Функциональный менеджер – оперативные факторы стоимости.

7. Стоимость в компании создается за счет непрерывных улучшений и инноваций (рис.6)

Компания постоянно ищет пути увеличения стоимости за счет внутренних и внешних улучшений. Под ***внутренними улучшениями*** понимаются улучшения маркетинговой и сбытовой функции компании, сокращение издержек, оптимизация величины инвестированного капитала, инноваций в маркетинге и производстве. Под ***внешними улучшениями*** подразумевается изменение профильной конфигурации активов.

Компания, управляющая стоимостью, понимает, что однократное внедрение улучшений не достаточно для постоянного наращивания стоимости. Компания стремится постоянно внедрять инновации в развитие продукта и технологий. Каждый сотрудник компании понимает необходимость осуществления нововведений на своем рабочем месте.

Для разработки стратегии внутренних улучшений предпринимается несколько шагов:

1. Выявление ключевых факторов стоимости каждого бизнес направления и предприятий.
 2. Изучение перспектив наращивания эффективности, имеющихся у каждого предприятия.
- Разработка стратегии внешних улучшений может быть основана на следующих сценариях:

1. Продажа предприятия стратегическому покупателю, который является их естественным владельцем;
2. Покупка предприятий, если Компания является их естественным владельцем;
3. Организация слияний и поглощений для повышения эффективности бизнеса и улучшения конкурентной структуры отрасли;
4. Создание самостоятельной компании или обособление из состава группы компаний;
5. Продажа части активов предприятия, если это поможет увеличить эффективность её функционирования.
6. Ликвидация предприятия.

Подводя итоги, можно сказать, что управление стоимостью компании – это интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости.

Необходимым условием для успешной работы системы управления стоимостью является внедрение в компании стоимостного мышления, что повлечет за собой эволюцию корпоративной культуры и традиционных методов управления. Наличие стоимостного мышления означает осознание всеми менеджерами, что главной целью в компании является максимизация ее стоимости (рис.7), причем это знание соотнесено со всеми стратегическими и тактическими задачами отдельных бизнес направлений, предприятий и подразделений.

Рис1. Принципы управления стоимостью

1. Конечным критерием для принятия любого решения менеджментом компании является стоимость бизнеса.
2. Компания стремится быть естественным владельцем своих активов.
3. Менеджмент принимает решения на основе ключевых факторов стоимости на всех уровнях управления компанией.
4. Менеджмент компании стремится обеспечить процесс принятия решений относительно ключевых факторов стоимости достаточным объемом и качеством информации.
5. Решения на всех уровнях управления принимаются исходя из корпоративной стратегии компании и стратегий конкуритрования бизнес-единиц.
6. Размер вознаграждения топ-менеджеров ограничен только величиной стоимости, которую каждый создает для компании.
7. Стоимость в компании создается за счет непрерывных улучшений и инноваций.

Рис 2. Главная цель компании – наращивание стоимости бизнеса

- Единственная цель бизнеса.
- Универсальная цель: подходит для любой коммерческой деятельности.
- Эффективная цель – стимулирует организовать бизнес наилучшим образом с точки зрения всех участников.
- Достижимая цель – всегда есть возможность увеличить стоимость.
- Долгосрочная цель – горизонты наращивания стоимости всё время расширяются.

Преимущества системы управления стоимостью:

- Показатель стоимости позволяет сбалансировать выгоды текущих и будущих периодов.
- Стоимость учитывает издержки на привлечение капитала.
- Единая цель деятельности компании.
- Долгосрочный характер управления.

Рис. 3. Компания - естественный владелец СВОИХ АКТИВОВ

Реализация принципа естественного владельца:

- Избавляться даже от привлекательных бизнес единиц, если кто-либо другой сможет извлечь из них больше стоимости
- Приобретать средние или отстающие предприятия, если холдинг является для них естественным владельцем
- Сконцентрировать внимание на направлениях деятельности с низкой стоимостью. Для них возможно 2 варианта действий:
 - *интенсивные внутренние улучшения;*
 - *продажа.*
- Улучшать финансово-экономическое положение бизнесов, если компания обладает достаточными навыками для этого, а затем продавать их естественным владельцам.

Эффект от целостной структуры компании должен превосходить сумму эффектов, получаемых от отдельных ее подразделений, как если бы они функционировали независимо друг от друга

Рис. 4. Управление через факторы СТОИМОСТИ

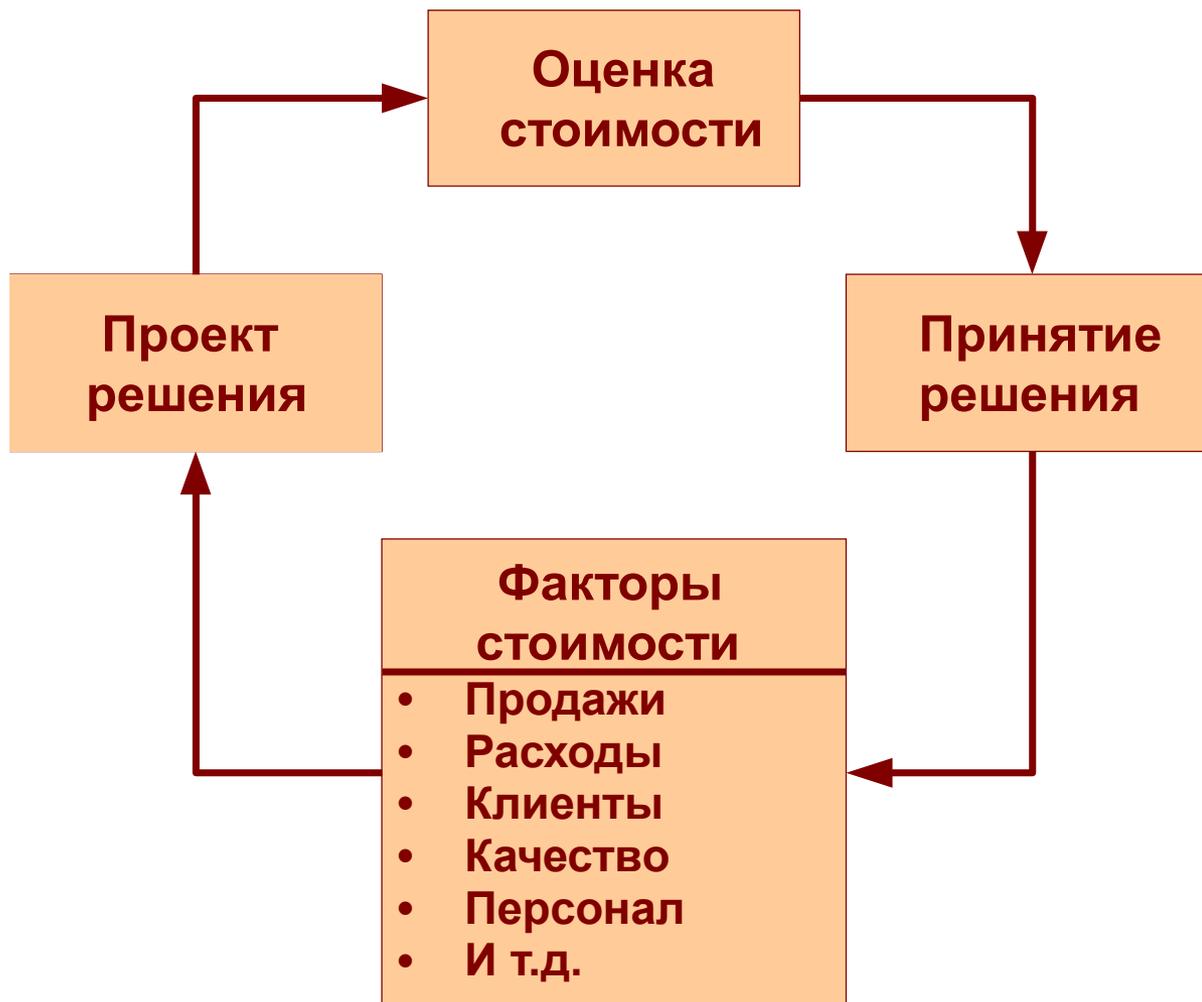


Рис. 5. Основные блоки информации для управления стоимостью

- Макроэкономическая информация:
 - Темпы экономического роста
 - Темп инфляции
 - Темпы роста реальной заработной платы
- Информация о рынке:
 - Информация о текущем состоянии рынка
 - Перспективы развития и прогноз рынка
- Информация о стратегическом положении бизнеса;
- Финансовая отчетность (баланс, отчет о прибылях и убытках);
- Данные управленческого учета;
- Данные о состоянии производства.

Рис. 6. Стоимость компании создается за счет улучшений и инноваций

Возможные внешние улучшения (пример)

- Приобретение меньших предприятий;
- Слияния, поглощения локальных производителей;
- Создание альянсов, совместных предприятий с конкурентами, каналами распределения, смежными отраслями;
- Слияния, создания альянсов с зарубежными операторами, новыми для национально рынка операторами;
- Интеграция с поставщиками сырья;
- Выделение бизнес единиц;
- Продажа бизнес-единиц;
- Выкуп бизнес-единиц менеджментом;
- Ликвидация активов.

Возможности нового роста (пример)

- Выход на новые региональные рынки;
- Вывод на локальный рынок нового продукта;
- Новые направления экспорта;
- Выход на смежные рынки, использование бренда.

Рис. 7. КАК СОЗДАВАТЬ БОЛЬШЕ СТОИМОСТИ?

Памятка менеджера, управляющего стоимостью

- От идей к чётким количественным нормативам;
- Обязательно максимизировать стоимость бизнес портфеля;
- Организационная структура и корпоративная культура инструменты управления стоимостью;
- Управление факторами стоимости;
- Управление на основе целевых стоимостных нормативов и контроля увеличения стоимости;
- Система мотивации, создающая стоимость.

Место корпоративной стратегии в процессе создания стоимости

стратегическое мышление

корпоративная стратегия

корпоративная миссия

ключевые факторы стоимости

ключевые элементы стоимостной цепочки

В условиях современной конкуренции компаниям, чтобы стать преуспевающими, необходимо постоянно анализировать свое стратегическое положение, разрабатывать **корпоративную стратегию** с учетом влияния рынка и его меняющихся условий, концентрировать усилия и ресурсы в тех сферах деятельности, где создается максимальная стоимость для акционеров (собственников). Недостаток внимания потребителям, устаревшие системы снабжения и производства, отсутствие системы контроля качества наравне с неумелым финансовым управлением приводит не только не эффективному использованию ресурсов, но и к разрушению стоимости компании. Наоборот, реализация творческой, неординарной стратегии может вывести компанию на ведущие позиции, обеспечивая продвижение ее товаров и услуг до тех пор, пока они не станут стандартом в данной отрасли и увеличивая благосостояние ее акционеров вследствие приращения стоимости компании.

Однако даже самые успешные компании нуждаются в постоянном улучшении механизмов управления. Причины – усиление глобализации рынков, сокращения жизненного цикла товаров, повышение скорости реакции на изменения рыночных условий.

Фондовый рынок чутко реагирует на любые изменения, происходящие с компанией, будь то объявление о предполагаемом слиянии, реструктуризации или опубликование результатов текущей деятельности и проецирует всю имеющуюся информацию на цены акции.

Для успешного управления стоимостью менеджерам необходимо учитывать ожидания рынка как в отношении краткосрочных, так и долгосрочных перспектив компании, что возможно лишь в случае планомерного внедрения целостной корпоративной стратегии. Стратегия компании должна основываться на тщательном анализе рынка, конкурентов и имеющихся ресурсов. Преимуществами стратегического мышления и осознанного стратегического управления стоимостью компании в противоположность свободной импровизации, интуиции или бездеятельности, являются:

- направленность всех подразделений компании на приращение стоимости компании
- необходимость четко и оперативно реагировать на появляющиеся перемены, новые возможности и угрожающие тенденции
- возможность для менеджеров оценивать альтернативные варианты капитальных вложений, т.е. разумно перераспределять ресурсы в стратегически обоснованные и высокоэффективные проекты
- возможность объединить решения руководителей всех уровней управления, связанных со стратегией
- создание среды, благоприятствующей активному руководству и противодействующей пассивному реагированию на изменение ситуации.

Под **корпоративной миссией** (стратегическими установками) понимается одна общая цель компании, четко сформулированная причина ее функционирования. Чаще всего миссия формулируется с точки зрения социальной роли компании, возможностей удовлетворения потребностей рынка и приращения стоимости для собственников. Процесс выработки миссии должен сопровождаться разработкой концепции долгосрочного развития компании.

Миссия компании должна находить отражение в корпоративной стратегии. Корпоративная стратегия – обобщающая модель действий, необходимых для достижения поставленных целей путем координации и распределения ресурсов компании. По сути, корпоративная

стратегия есть набор правил для принятия решений, которыми руководствуется менеджмент при принятии решений.

Различные направления деятельности компании традиционно находят свое отражение в разбиении структуры бизнеса на отдельные сегменты (бизнес-подразделения). корпоративная стратегия связывает отдельные бизнесы компании в единое целое. От корпоративной стратегии требуется только одно: дать четкий ответ на вопрос, почему компания действует во всех тех сферах, которые ей выбраны и каким образом, она собирается реализовывать свои конкурентные преимущества для создания максимальной стоимости посредством управления отдельными сегментами бизнеса. На основании сформулированной стратегии разрабатывается система ключевых факторов стоимости, на которых компании предстоит сосредоточить свои усилия для выполнения основной стратегической финансовой цели. Взаимосвязь корпоративной стратегии и стоимости компании проиллюстрирована на рис. 1.

Выбор стратегии развития компании опирается на анализ рыночных условий хозяйствования и внутренних факторов развития. Анализ рынка позволяет выявить природу конкуренции, характер потребностей на рынке, где действует компания, и следовательно факторы, влияющие на стратегию и стоимость. К рыночным условиям, учитываемым при формировании корпоративной стратегии, относятся следующие факторы: макроэкономическая среда, экономическая государственная политика, уровень и тип конкуренции в отрасли, включая наличие конкурентов, угрозы появления новых конкурентов и товаров-заменителей, интенсивность нововведений. Исходя из рассмотрения факторов, определяющих характер рынка, необходимо сосредоточить усилия в тех сегментах, где компания сможет получить максимальную прибыль. Например, если 50% прибыли компания извлекает из рыночного сегмента, который стоит на пороге падения нормы прибыли в связи с замещением технологии и приходом новых конкурентов, ее будущее вызывает не определенно. Напротив, компания, получающая лишь небольшую и уменьшающуюся долю прибыли из этого источника, скорее всего, вовремя сменила стратегию. В то же время, компания, сосредоточившая свою деятельность в секторах с низким уровнем ожидаемой конкуренции, вероятно, сможет сравнительно легко сохранить норму прибыли за счет ценовой премии.

При анализе внутренних факторов необходимо сосредоточиться на следующих составляющих: финансы, нововведения, управление человеческим капиталом, информационные технологии и отношения с органами власти.

Соответственно, *ключевые элементы стоимостной цепочки* могут быть сгруппированы в семь основных категорий (рис.2):

- стратегия основной деятельности,
- стратегия маркетинга, продаж и обслуживания,
- стратегия нововведений,
- финансовая стратегия,
- кадровая стратегия,
- информационная стратегия,
- взаимоотношения с органами власти.

Достигнутые в результате реализации стратегии результаты можно разделить на две категории: финансовые, отвечающие целям финансовой стратегии и нефинансовые, отвечающие целям иных сформулированных выше стратегий. Финансовые результаты выражаются в изменениях следующих показателей:

- коэффициентов цена/ доход на акцию, цена/выручка как индикаторов рыночной оценки деятельности компании
- рентабельности собственного капитала (включая показатели долговой нагрузки, оборачиваемости активов, нормы прибыли)
- потоке денежных средств.

Соответственно, финансовое управление в рамках цепочки создания стоимости предполагает регулирование следующих моментов:

- затрат на капитал
- отношений с инвесторами
- дивидендной политики
- формировании денежного потока компании
- структуре издержек
- необходимости реструктуризации, слияний или дивестиций

Нефинансовые результаты могут включать в себя следующие показатели:

- удовлетворение нужд покупателей
- рыночная доля
- качество продуктов или предоставляемых услуг
- производительность и другие.

Понимание того, какие параметры деятельности компании фактически определяют стоимость бизнеса, является одним из наиболее существенных факторов успеха создания новой стоимости. Инвесторам свойственно анализировать результаты деятельности компаний, составляя прогнозы денежных потоков компании. Без всестороннего анализа факторов, воздействующих на приращение их благосостояния, они не могут принять взвешенного решения. Поэтому анализ ключевых факторов стоимости важен не только для внутренних пользователей – менеджмента компании, но и для внешних – инвесторов и других заинтересованных сторон.

К ключевым факторам стоимости можно отнести любую переменную, влияющую на стоимость бизнеса. Система ключевых показателей – незаменимый инструмент в процессе приращения стоимости, поскольку:

- позволяет влиять на стоимость компании как напрямую (например, за счет снижения величины средневзвешенных затрат на капитал), так и опосредованно (например, за счет улучшения использования оборотных активов компании).
- целевые значения ключевых факторов стоимости служат для руководства средством выражения их намерений
- именно ключевые факторы стоимости позволяют отслеживать происходящие изменения в компании и в случае необходимости позволяют принять адекватные меры

Для того, чтобы система ключевых показателей стала реальным инструментом управления необходимо установить четкую зависимость и соподчиненность показателей и их влияние на конечный результат – приращение стоимости, а также возложить ответственность за каждый фактор на конкретного сотрудника. Разработанная система должна отражать определенную иерархию показателей, соответствующих уровню компетенции и полномочий отдельных работников, стоящих на различных ступенях корпоративной иерархии, образующую пирамиду стоимости (рис.3). При выборе и разработке системы ключевых факторов стоимости необходимо удостовериться, что именно за эти показатели отвечает управленец того или иного звена или уровня. Причем эти показатели должны рассматриваться не только как результаты деятельности компании или ее подразделения в тот или иной момент, например, за год, но и как факторы будущего увеличения эффективности деятельности компании, и следовательно, роста ее стоимости в долгосрочном периоде.

Данные факторы могут быть не только индикаторами эффективности работы компании и потенциала ее будущей стоимости, но и эффективным мотивационным стимулом работников, если уровень их вознаграждения привязан к данным показателям, отражающим успех их подразделения в процессе создания стоимости всей компании.

Процедура выявления ключевых факторов выглядит следующим образом:

- создание карты процесса производства основных продуктов или услуг компании для выявления основных участников данного процесса

- выявление наиболее важных точек, от которых в большей степени зависит успех процесса
- привязка показателей к результатам деятельности конкретных подразделений/работников.

Формируя систему ключевых показателей, оказывающих прямое или опосредованное влияние на создание стоимости компании, необходимо использовать не только внутреннюю информацию компании, но и информацию от потребителей и поставщиков, а также участников финансовых рынков. Ключевые показатели стоимости разбиваются на две группы: финансовые и нефинансовые.

Залогом успешного применения системы ключевых показателей стоимости является выполнение следующих условий:

- четкая формулировка корпоративной стратегии, направленной на приращение стоимости
- выявление ключевых финансовых и нефинансовых факторов, отвечающих задачам стратегии компании
- создание системы ключевых нефинансовых факторов, используя информацию от поставщиков и потребителей
- выбор нефинансовых показателей, отвечающих стратегическим задачам с учетом их финансового влияния на приращения стоимости
- привязка системы вознаграждения менеджмента к ключевым факторам стоимости
- назначение ответственных работников за каждый ключевой показатель
- внедрение системы ключевых факторов в повседневный производственный процесс компании
- ежемесячный/ежеквартальный анализ достигнутых результатов с последующими мерами по исправлению негативных результатов в будущем.

В соответствии с делением рыночных ожиданий на краткосрочные и долгосрочные и положением компаний в конкурентной борьбе, компании подразделяются на спринтеры, отстающие бегуны, бегуны на длинные дистанции, и чемпионы мира¹ (рис.4). Группа чемпионов мира объединяет компании, которые, согласно ожиданиям рынка победят конкурентов и в краткосрочном и долгосрочном периоде. От компаний, принадлежавших к группе спринтеров, рынок ожидает больших достижений в краткосрочном периоде, но не видит перспективного роста в будущем. Компании-бегуны на длинные дистанции характеризуются низкими ожиданиями в отношении их краткосрочных результатов, однако высокими ожиданиями относительно будущих перспектив роста. К последней группе относятся наименее успешные компании – отстающие бегуны. Данные компании поражены сразу с двух сторон: рынок не ожидает ни краткосрочных, ни долгосрочных успехов с их стороны, что негативно отражается на котировках акций и стоимости компании. Очевидно, что задачи, стоящие перед компаниями-представителями разных групп – различны. Так, чемпионам мира необходимо сосредоточить свои усилия на поддержании и укреплении высоких ожиданий роста и оптимизации деятельности, в том числе за счет операций по слиянию и поглощению. Спринтерам стоит акцентировать внимание на создании перспектив долгосрочного роста. Бегунам на длинные дистанции предстоит не только поддерживать высокие ожидания долгосрочного роста, но и стремиться к увеличению эффективности текущей деятельности. Отстающим бегунам необходимо мобилизовать свои усилия на всеобщее оздоровление компании за счет комплексной реструктуризации (рис.5)

При оценке кратко- и долгосрочных перспектив компании, необходимо постоянно отслеживать ее положение в конкурентной борьбе. **Элементами оценки конкурентной силы и конкурентной позиции компании** являются:

¹ Классификация предложена в статье Bruckner K., Leithner S., McLean R., Taylor Ch., Welch J. What is the market telling you about your strategy? – The McKinsey Quarterly, #3/2000

- насколько прочно компания удерживает свою конкурентную позицию в настоящее время
- каковы перспективы укрепления или ослабления конкурентной позиции при сохранении применяемой в настоящее время стратегии
- какое место занимает компания среди основных конкурентов
- имеет ли она в настоящее время конкурентное преимущество или отстает по уровню конкурентоспособности от основных конкурентов
- какова способность компании защищать свою позицию в контексте движущих сил отрасли, конкурентного давления, ожидаемых шагов конкурентов кратко- и долгосрочном периоде.

Эффективный процесс разработки стратегии максимизации стоимости требует четкого осознания стратегических проблем, с которыми может столкнуться компания. Анализ конкретного состояния компании обычно включает пять основных вопросов:

- насколько эффективна действующая стратегия? Ответ на данный вопрос включает оценку стратеги как с качественной точки зрения (законченность, внутренняя согласованность, соответствие ситуации), так и с количественной (стратегические и финансовые результаты деятельности). Чем лучше эти показатели, тем лучше рынок оценивает перспективы компании и, соответственно, тем меньше необходимость пересмотра и изменения стратегии.
- в чем сила и слабость компании, какие есть у нее возможности и что ей угрожает? Анализ этих аспектов (SWOT-анализ) дает общую картину внутрифирменной ситуации и является неотъемлемым компонентом построения наиболее оптимальной стратегии. Сильные стороны компании, особенно сферы ее деятельности, являющиеся залогом успеха, важны как основные элементы стратегии. Слабые стороны компании важны, так как они могут обнаружить уязвимые участки, требующие особого внимания. Возможности и внешние угрозы (опасности) важны для анализа, так как стратегия всегда нацелена на использование наиболее благоприятных возможностей и защиту от опасностей, угрожающих благополучию компании.
- конкурентоспособны ли цены и издержки компании? Признаком, свидетельствующим о прочности позиций компании, является конкурентоспособность ее цен и издержек в сравнении с конкурентами в отрасли. Анализ структуры издержек является необходимым инструментом при сравнительной оценке цен и издержек фирмы и ее конкурентов при определении эффективности отдельных видов деятельности компании и при выявлении тех сфер деятельности, которые требуют более тщательного исследования. Анализ структуры издержек показывает, что способность компании эффективно управлять издержками является важнейшим фактором превращения в устойчивое конкурентное преимущество.
- насколько прочна конкурентная позиция компании? Для оценки ситуации требуется ответ на целый ряд вопросов: укрепиться или ослабнет конкурентная позиция компании при сохранении применяемой в настоящее время стратегии, какое положение занимает компания по основным факторам успеха по сравнению с конкурентами? Конкурентная стратегия компании, как правило, базируется на использовании сильных в конкурентном отношении сторон и поддержке слабых.
- с какими стратегическими проблемами сталкивается компания? Цель этого этапа – разработка полного перечня вопросов, решение которых необходимо для создания стратегии. Данный перечень составляется на базе результатов анализа состояния компании, отрасли и конкурентов. Основной акцент делается на выводах относительно сильных и слабых сторонах компании и позициях, которые должны быть учтены при разработке стратегии.

Рис. 1. Место корпоративной стратегии в процессе создания стоимости



Рис. 2. Цепочка создания стоимости



Рис. 3. Пример пирамиды ключевых факторов стоимости



Рис. 4. Матрица «рыночные ожидания – положение в конкурентной борьбе»



Рис. 5. Матрица стратегических задач

Краткосрочные ожидания роста
по сравнению с конкурентами

высокие

низкие

<p>Спринтеры</p> <ul style="list-style-type: none">• Создание и реализация перспектив роста	<p>Чемпионы мира</p> <ul style="list-style-type: none">• Поддержка и укрепление высоких ожиданий роста• Оптимизация деятельности
<p>Отстающие бегуны</p> <ul style="list-style-type: none">• Увеличение эффективности основной деятельности• Проведение программы реструктуризации	<p>Бегуны на длинную дистанцию</p> <ul style="list-style-type: none">• Поддержка высоких ожиданий долгосрочного роста• Увеличение эффективности основной деятельности

низкие

высокие

Долгосрочные ожидания роста
по сравнению с конкурентами

Анализ стратегической позиции компании

стратегический анализ
анализ истории развития бизнеса
описание параметров бизнеса
анализ конкурентной среды
анализ компетенций
анализ комплекса «продукт-потребитель»
анализ макросреды
анализ стратегический ориентиров
анализ существующих стратегий и политик
SWOT-анализ
выявление и анализ стратегических альтернатив

Одним из принципов управления стоимостью является нацеленность на долгосрочные показатели деятельности компании. Набор таких показателей формируется в процессе и как результат разработки стратегии компании. Базовым этапом этого процесса является проведение анализа стратегической позиции компании или **стратегического анализа**. В результате проведения такого анализа, компания формулирует несколько альтернативных вариантов своего поведения, называемых стратегическими альтернативами. Далее, производится выбор одной стратегической альтернативы, которая в наибольшей степени соответствует внешним и внутренним условиям деятельности компании и наилучшим образом отвечает задаче создания устойчивых конкурентных преимуществ. Этот стратегический выбор является основой и отправной точкой для всех остальных действий по формированию корпоративной стратегии. Ниже будут рассмотрены основные работы, выполняемые в процессе анализа стратегической позиции компании.

Основными задачами, решаемыми на этапе проведения стратегического анализа, являются:

- получение системного представления об исследуемом бизнесе
- получение оценки состояния предприятия с точки зрения внешнего и внутреннего окружения.
- определение текущего стратегического позиционирования компании

Стратегический анализ является самым ресурсоемким и, во многом, определяющим этапом разработки стратегии. На этапе стратегического анализа создается информационная основа для последующего формирования стратегических альтернатив (выборов).

В процессе стратегического анализа выполняются следующие работы:

- анализ истории развития исследуемого бизнеса
- описание общих параметров бизнеса
- анализ ситуации в отрасли, анализ конкурентной среды
- анализ компетенций
- анализ комплекса «продукт-потребитель»
- анализ макросреды (СТЭП-анализ или GETS-анализ (Government, Economy, Technology, Society) – социодемографические, технологические, экономические, политические воздействия макросреды)
- анализ стратегический ориентиров (миссии, стратегического видения, корпоративных ценностей)
- анализ существующих стратегий и политик
- SWOT-анализ
- выявление и анализ стратегических альтернатив

Весь процесс стратегического анализа по смыслу проводимых работ можно разделить на три части: подготовка к проведению SWOT-анализа (все этапы в приведенном списке до SWOT-анализа), собственно SWOT-анализ, и выявление стратегических альтернатив.

Анализ истории развития исследуемого бизнеса

Анализ истории развития исследуемого бизнеса, как этап работ, необходим для выявления и понимания существующих тенденций развития бизнеса. Довольно часто, именно в истории развития бизнеса кроются ответы на вопросы о том, почему оргструктура или бизнес-процессы предприятия имеют такую замысловатую форму, или почему подразделением руководит менеджер, явно не подходящий для этой конкретной позиции. Содержанием этого этапа работ является интервьюирование компетентных сотрудников предприятия, имеющих всю необходимую информацию (обычно это или топ-менеджер или собственник предприятия). История развития не фиксируется подробно – фиксируются только основные вехи в развитии бизнеса. При необходимости, вносятся соответствующие уточнения и комментарии. Как правило, на этом этапе выявляются (а затем исследуются) такие особенности бизнеса, которые кажутся интервьюеру необычными (отличающимися от аналогичных известных или явно не соответствующие общей картине).

Одна из основных задач стратегического анализа заключается в создании некоей системы координат, в которой существует исследуемый бизнес, и определении положения этого бизнеса в ней. Анализ истории развития бизнеса служит отправной точкой для создания информационной базы, позволяющей создать такую систему координат.

Описание общих параметров бизнеса

На этом этапе составляется общее представление об исследуемом бизнесе. Для этого необходимо описать некоторый набор параметров бизнеса, которые и будут определять позицию бизнеса в создаваемой системе координат.

Фиксируются такие параметры как:

- масштаб бизнеса
 - финансы (денежный поток, размер активов, прибыль, рентабельность, и т. д.), возможность привлечения внешнего финансирования (% к капиталу, к активам, наличие опыта привлечения финансирования)
 - производственные ресурсы
 - сырьевые ресурсы
 - человеческие ресурсы
 - важные нематериальные активы (технологии, лицензии, патенты, и т. д.)
 - другие важные ресурсы
- структура бизнеса
 - организационная структура (группа компаний, корпорация, и т. д.)
 - географическая структура
- диверсификация бизнеса
 - концепция бизнеса
 - занимаемые рынки и предлагаемые продукты/услуги, жизненный цикл
 - интеграция в производственную цепочку
 - занимаемые рыночные доли предлагаемых продуктов/услуг
- основные категории потребителей (потребителями являются другие бизнес-организации, розничные потребители, государственные организации)

Масштаб бизнеса

Финансы.

Важнейшим параметром, определяющим масштаб бизнеса, является его финансовый размер. Помимо таких финансовых параметров, как денежный поток, размер активов, собственный капитал, рентабельность, и т. п., важной стратегической характеристикой

бизнеса является его способность обеспечивать финансирование в требуемом объеме в требуемые сроки и по приемлемой цене – т. е. наработанные связи с финансовыми институтами.

Производственные и сырьевые ресурсы.

Наличие и масштаб производственных и сырьевых ресурсов, очевидно, являются важнейшими параметрами, характеризующими масштаб бизнеса.

Человеческие ресурсы.

Помимо численности персонала предприятия, необходимо зафиксировать основной способ использования персонала – инвестиции и развитие или постоянная замена и обновление, а также (желательно) соответствующие параметры – размер инвестиций и/или «текучку».

Нематериальные активы.

Важную роль в определении масштабов бизнеса могут играть нематериальные активы (например, лицензия на осуществление какого-либо вида деятельности, которую обычно сложно или практически невозможно получить в существующих условиях).

Структура бизнеса

Фиксируется организационная структура бизнеса – группа компаний, холдинг, корпорация, и т. д. В случае, когда бизнес представляет отдельную компанию, фиксируется ее внутренняя организационная структура.

Кроме того, описывается географическая структура бизнеса (если необходимо).

Диверсификация бизнеса

На данном этапе фиксируется, – что в общем смысле представляет собой исследуемый бизнес. Описывается основная концепция бизнеса (производство легковых автомобилей, розничная сеть, и т. д.). И ее детализация, – на каких рынках компания работает, какие продукты/услуги представляет на этих рынках, фазы жизненного цикла продуктов/услуг, каким звеном производственной цепочки являются производимые продукты/услуги, каковы занимаемые рыночные доли.

Анализ ситуации в отрасли, анализ конкурентной среды

В данном разделе речь пойдет об анализе отраслей и рынков, в которых и на которых уже действует компания, а также являющихся для нее перспективными. Для избежания путаницы, напомним, что отраслью, обычно, называют сферу предложения, отрасли являются производителями товаров и услуг. Рынком, обычно, называют сферу потребления, рынки потребляют товары и услуги, произведенные отраслями. Компании одной отрасли обычно производят товары/услуги для нескольких рынков. Такую систему «отрасль-рынки» обычно называют «конкурентная среда».

Одним из основополагающих факторов прибыльности (а значит и стоимости) компании является привлекательность отрасли. Ключевыми факторами, необходимыми для понимания всех аспектов привлекательности отрасли, является определение фазы развития системы отрасль-рынок, в которой действует предприятие, основных тенденций развития этой системы, и позиционирования (текущего и перспективного) предприятия в этой системе.

Работы на данном этапе включают в себя решение двух подзадач – определение релевантного способа сегментирования рынков (речь идет об общепринятом в отрасли способе сегментирования: по этапам технологического цикла, по продуктам, по ценовым категориям и т. д.) и анализ динамики развития этих рынков. Для этого производится сбор всей доступной (с учетом приемлемых затрат на сбор и обработку) информации. Используются самые разные, доступные источники информации – статистические данные, отраслевые издания, специальные исследования, публикации, и т. д. В ситуации, когда все эти источники недоступны или не позволяют получить информацию в необходимом объеме, используются экспертные знания руководства и сотрудников исследуемого предприятия.

Наиболее важной информацией являются данные о динамике рынка (рынков) в денежном выражении. Графическое представление этих данных и результатов анализа темпов роста, в большинстве случаев позволяет понять этап развития рынка и определить наиболее вероятные тенденции его развития.

Определение принципов сегментирования и общих тенденций развития рынков представляет собой, в некотором роде, первый срез анализа конкурентной среды. Для того, чтобы понять природу конкуренции в отрасли, необходимо провести анализ факторов конкуренции. Часто, для этого используется пятифакторная модель Портера:

- конкуренты (угроза появления новых конкурентов)
- товары-заменители / услуги-заменители (угроза появления заменителей)
- покупатели (рычаги воздействия покупателей)
- поставщики (рычаги воздействия поставщиков)
- уровень конкуренции

Как правило, один или несколько факторов из этой модели являются ключевыми для определения стратегии предприятия. Их выявление и изучение является главной задачей на этом подэтапе.

В связи с тем, что природа конкуренции может постоянно изменяться, значимость факторов конкуренции также может меняться с течением времени. Желательно установить этот факт, если он имел место, так как такое изменение, вероятно, связано со вступлением исследуемого рынка в новую фазу.

Конкуренты

Для определения угрозы появления новых конкурентов в отрасли, необходимо проанализировать наличие и значимость (вес), так называемых «входных барьеров». Как правило, рассматривают следующие:

- капитальные затраты для входа в отрасль (размер инвестиций, чтобы начать бизнес в отрасли – стоимость приобретения оборудования, технологий, и т. д.)
- верность бренду и лояльность потребителей (затраты на переманивание потребителей)
- экономия от масштаба производства (если кто-то уже добился такой экономии, то он может влиять на характер конкуренции в отрасли)
- доступ к каналам поставки и распределения (например, доступ к оборонному госзаказу имеет четко ограниченный круг государственных предприятий)
- уровень возможного сопротивления конкурентов (крупные, сильные конкуренты могут самостоятельно противостоять попыткам проникнуть на их рынок; кроме того, подобное воздействие могут оказывать различные отраслевые союзы и объединения)

Товары- и услуги-заменители

Одним из факторов, влияющих на определение возможных путей развития на занимаемом рынке, является угроза появления товаров- / услуг - заменителей. В большинстве случаев такая угроза будет невелика, однако пренебрегать ее оценкой не стоит (достаточно вспомнить печальный пример компании Polaroid).

На вероятность появления товаров- / услуг – заменителей влияет два основных фактора:

- степень соответствия набора характеристик товара-заменителя и основного товара (чем выше степень соответствия, особенно если соответствует цена, – тем выше степень угрозы)
- готовность покупателей перейти на товар-заменитель – здесь также можно выделить два основных фактора:

– приверженность к торговой марке

– расходы потребителей, необходимые для перехода на новый продукт (к таким расходам относятся не только денежные затраты, но и то, что покупатели считают

для себя ценным (например, снижение качества, снижение удобства пользования, и т. д.))

Покупатели

Сила воздействия покупателей заключается в их способности влиять на решения и поведение компаний-поставщиков. В применении к стратегическому анализу, необходимо определить, как именно (и на сколько интенсивно) покупатели отреагируют на те или иные действия компании, разрабатывающей стратегию. Очевидно, что это влияние покупателей зависит от многих факторов:

- количество покупателей и размер покупок (чем покупателей меньше и чем крупнее их покупки, тем больше их влияние, и наоборот; пример – крупные корпорации, потребляющие банковские услуги, зачастую диктуют правила игры)
- количество и размер компаний, поставляющих продукт на рынок (чем количество поставщиков товара меньше, и чем их размер крупнее, тем меньше возможностей выбора у потребителей и, соответственно, тем меньше их влияние на рынок; пример – московский рынок сотовой связи)
- наличие товаров- / услуг-заменителей и расходы по переходу на них

Поставщики

Анализ воздействия поставщиков аналогичен анализу воздействия покупателей, только в роли потребителя здесь выступает сама исследуемая фирма. Обычно рассматривают четыре категории (поставщиков) ресурсов: человеческие, финансовые, материальные и интеллектуальные. Кроме того, необходимо учитывать, что многие ресурсы являются универсальными, то есть используются не только в рассматриваемой отрасли (например, финансы).

Уровень конкуренции

Уровень конкуренции, в модели Портера, фактически является результирующим или интегрирующим фактором, так как он во многом является следствием действия рассмотренных выше факторов. Так, количество и «качество» конкурентов, высота входных барьеров очевидным образом определяют уровень конкуренции. То же самое можно сказать про влияние поставщиков, потребителей и наличие товаров-заменителей. Для целей стратегического анализа, важно определить интенсивность и характер конкуренции (ценовая – неценовая; к неценовым факторам конкуренции относятся: бренд, качество сервиса, доступность и удобство пользования при той же цене, и т. д.). От этого зависит, – с чем придется столкнуться компании при выборе той или иной стратегической альтернативы. Кроме того, уровень конкуренции обычно связан с фазой развития рынка – на зрелых рынках конкуренция обычно высокая.

Проводя анализ на основе модели Портера, не следует забывать, что данная модель является лишь удобным аналитическим инструментом, не лишенным к тому же определенных недостатков.

К основным недостаткам модели относят следующее:

- на основе модели можно оценивать доходность отрасли, но в этой оценке не учитываются частные особенности рассматриваемой компании;
- в модели не учтено, что все пять факторов не одинаково воздействуют на всех конкурентов в отрасли;
- в модели используется слишком упрощенное понимание товаров и ресурсных рынков.

Существуют и другие причины критиковать модель Портера, – например, фирмы в отрасли могут не конкурировать, а сотрудничать (что в случае разработки стратегии компании может являться чрезвычайно важным фактором).

Так как факторы, рассматриваемые в модели, имеют разное влияние на рынок, в некоторых ситуациях бывает уместно пренебречь детальным рассмотрением каких либо факторов в пользу наиболее важных.

Анализ компетенций

Анализ компетенций является логическим продолжением отраслевого анализа. Под компетенциями обычно понимаются все свойства, качества, навыки, ресурсы, отличительные особенности компании, необходимые для ведения бизнеса в анализируемой отрасли.

Для того, чтобы завершить определение стратегической позиции предприятия в отрасли, необходимо (в дополнение к отраслевому анализу) рассмотреть еще два важных фактора – стратегические группировки и наборы компетенций.

На многих рынках можно выделить стратегические группировки – группы компаний, имеющих похожий набор различных признаков. Довольно часто этими признаками являются: размер (но не всегда), производство примерно одинаковых товаров и услуг, с примерно одинаковым уровнем качества, нацеленность на один клиентский сегмент. (В качестве примеров стратегических группировок на автомобильном рынке можно привести: Audi, BMW, Mercedes, Lexus, Infinity – в секторе представительских автомобилей; Toyota, Ford, Fiat, и т. п. – в секторе семейных автомобилей.)

Для целей стратегического анализа наиболее интересно то, что все компании одной группы имеют очень похожие наборы компетенций (фактически, это один общий набор с разными вариациями). Таким образом, на данном этапе работ необходимо выявить существующие в отрасли стратегические группировки и описать характерные для них наборы компетенций. А затем провести сравнение этих наборов с набором компетенций исследуемой компании.

Анализ комплекса «продукт-потребитель»

На практике, анализ взаимосвязей в системе «продукт-потребитель» является важным этапом в случае, если поставляемый компанией продукт или осваиваемый рынок являются относительно новыми. В случае со старым продуктом или рынком, все их свойства уже давно известны руководству и сотрудникам, давно учтены в повседневной работе, а наиболее важные факторы уже выявлены на предыдущих этапах проведения стратегического анализа.

Задачей этого этапа является систематизация знаний о том, какие потребности потребителей и каким образом удовлетворяет рассматриваемый товар/услуга. Для этого, необходимо описать и произвести сегментирование потребностей, на удовлетворение которых направлен товар/услуга, описать и сегментировать потребителей, имеющих такие потребности, и описать и сегментировать товары/услуги, направленные на удовлетворение описанных потребностей. Сопоставление и анализ этих множеств поможет более точно определить текущую позицию и перспективы анализируемого бизнеса.

Анализ макросреды

Анализ макросреды является очень важной задачей в процессе разработки стратегии для большой (национальной или транснациональной) корпорации. Кроме размера корпорации, имеет значение размер занимаемой доли рынка и размер самого рынка. Одним из способов решения этой задачи является СТЭП-анализ. Он основан на анализе четырех направлений воздействий макросреды:

- социодемографические воздействия (социальная культура, демографическое положение, социальная структура)
- технологические воздействия (применение и развитие технологий)

- экономические воздействия (экономическая политика, фискальная и кредитно-денежная политика)
 - политические, правительственные, правовые и нормативные воздействия.
- Для разработки стратегии для малого или среднего бизнеса анализ макросреды, как правило, не является принципиальным этапом. Необходимо зафиксировать и проанализировать только наиболее значащие факторы, которые известны всем участникам анализируемого рынка (и которые можно выявить на основе информации из отраслевых изданий). Как правило, эти факторы являются некими ограничивающими условиями для разработки стратегии.

Анализ стратегический ориентиров

Анализ стратегический ориентиров (миссии, стратегического видения, корпоративных ценностей) – в отличие от анализа макросреды, более актуален именно для малого и среднего бизнеса. Задачей этого этапа работ является установление соответствия между элементами самих стратегических ориентиров (т. е. насколько непротиворечиво они сформулированы), а также между стратегическими ориентирами и имеющейся у компании стратегией (или, если стратегия еще не разработана, между стратегическими ориентирами и стратегическими альтернативами). Необходимо установить требуемое соответствие (или отсутствие соответствия) сверху вниз между:

- ценностями собственников / управленцев (должен быть определен набор общих для управляющей команды ценностей – корпоративные ценности)
- миссией компании (миссия должна реализовывать ценности)
- стратегическим видением (видение должно реализовывать миссию с учетом ценностей)
- корпоративной культурой (корпоративная культура должна являться реализацией стратегического видения, поддерживать миссию, соответствовать ценностям)

Если стратегические ориентиры не определены, определены расплывчато, или между элементами стратегических ориентиров нет требуемого соответствия, необходимо провести соответствующие работы по их разработке (или доработке).

Анализ существующих стратегий и политик

Анализ существующих стратегий и политик является продолжением предыдущего этапа и проводится, разумеется, только если эти стратегии и политики существуют. Анализ проводится на предмет соответствия стратегическим ориентирам и результатам анализа внутреннего и внешнего окружения компании, проводившегося на предыдущих этапах, и позволяет выявить несоответствия и недоработки в этих программных документах, для их последующего исправления.

Данный этап работ является заключительным этапом аналитических работ, в ходе которых производится сбор информации. Вся дальнейшая работа производится на основе уже имеющейся информации, за исключением случаев, когда требуется уточнение имеющейся информации.

SWOT-анализ

SWOT-анализ является завершающей стадией стратегического анализа. SWOT-анализ (от английских терминов Strengths (Силы), Weaknesses (Слабости), Opportunities (Возможности) и Threats (Угрозы)) включает в себя внутренний анализ сильных и слабых сторон компании, а также внешний анализ возможностей и угроз, которые несет в себе окружающая среда. На предыдущих этапах работ была определена, своего рода, система координат, отражающая условия существования рассматриваемого бизнеса, и положение этого бизнеса в ней. Таким образом, задача SWOT-анализа, в контексте выполняемых работ, может рассматриваться как оценка соответствия всех определенных (на предыдущих этапах) параметров бизнеса внешним и внутренним условиям

функционирования бизнеса. Там, где степень соответствия максимальна, будут находиться сильные стороны, там, где есть возможности существенно увеличить степень соответствия, будут возможности (и наоборот – со слабостями и угрозами).

Выявление и анализ стратегических альтернатив

Выявление стратегических альтернатив заключается в описании всего набора возможных вариантов действий компании, направленных на создание устойчивых конкурентных преимуществ на основе знаний о сильных и слабых сторонах бизнеса и знаний о существующих во внешней среде возможностях и угрозах.

Далее производится анализ соответствия выявленных стратегических альтернатив стратегическим ориентирам компании и доступным ресурсам и компетенциям.

Формально, выявление стратегических альтернатив можно начинать с выбора т. н. базовой стратегии. Базовая стратегия – это решение что делать (как делать – это более низкий, в данном контексте – тактический уровень). Обычно, рассматривают следующий набор стратегических решений:

- развитие
 - развитие компании (обычно подразумевает рост объемов, а также сопутствующие мероприятия по совершенствованию управления компанией)
 - развитие продукта (совершенствование продукта для обеспечения максимального соответствия требованиям рынка)
 - развитие рынка (повышение осведомленности потенциальных потребителей, формирование новых потребностей, и т. д.)
- диверсификация
 - концентрическая (новые продукты предлагаются на рынке базового продукта или на смежных рынках)
 - конгломератная (новые продукты предлагаются на рынках не являющихся смежными по отношению к базовому продукту)
- интеграция
 - вертикальная
 - горизонтальная
- удержание занимаемых позиций
- уход с рынка
- ликвидация предприятия.

Обычно, после проведения стратегического анализа, выбор одного или двух (редко трех) стратегических решений очевиден, так как на реализацию сразу нескольких стратегических решений, относящихся к одному объекту (продукту, рынку, компании), как правило, просто не хватает ресурсов, компетенций и возможностей.

На основании выбранной базовой стратегии (или стратегий) описываются варианты возможных действий компании. Эти сценарии и являются стратегическими альтернативами. Проведение анализа стратегических альтернатив завершает этап анализа стратегической позиции компании.

Сбалансированная система показателей и стоимость бизнеса

Суть сбалансированной системы показателей

Рост стоимости бизнеса как основная стратегическая цель развития

Основные методы оценки стоимости

Стоимостной подход к оценке качества управления

Сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard, BSC, ССП) – одна из наиболее признанных технологий стратегического управления – становится сегодня все более популярной и в России. Концепция BSC была разработана американскими экономистами – директором исследовательского центра Norlan Norton Institute Дэвидом Нортон (David Norton) и профессором Harvard Business School Робертом Капланом (Robert Kaplan). По результатам опроса двухсот успешных компаний в более чем 20 странах мира, проведенного в 2001 году английской компанией Business Intelligence, 57% опрошенных фирм используют при управлении BSC. А по данным компании Balanced Scorecard Collaborative, основанной Д. Нортон и Р. Капланом, на конец 2002 года более половины фирм, входящих в список пятисот крупнейших фирм мира, составленным авторитетным журналом «Fortune» (в частности, такие компании как AT & T, Dell, Compaq, Motorola, Siemens), внедрили у себя эту систему.

Суть BSC состоит в разработке системы показателей, характеризующих четыре основных аспекта любого бизнеса: финансы, потребители, внутренние бизнес-процессы, обучение и рост квалификации персонала, что позволяет менеджерам увидеть бизнес в четырех проекциях (рис.1). Другими словами, она предлагает ответы на 4 основных вопроса:

- Какими видят нас наши клиенты?
- В чем состоит наше преимущество?
- В состоянии ли мы продолжать создавать и увеличивать потребительскую стоимость и стоимость компании?
- Насколько привлекательны мы для своих акционеров?

По мнению авторов BSC, сбалансированность в системе достигается, с одной стороны, более или менее четким равенством между количеством показателей, характеризующих каждый из четырех выделенных аспектов деятельности (большинство аналитиков считает, что наиболее целесообразное количество показателей 2-4). С другой стороны, сбалансированность предполагает установление четких связей между показателями, характеризующими разные уровни управления (стратегический, тактический и оперативный).

Таким образом, сбалансированная система показателей охватывает наиболее ключевые аспекты бизнеса компании (финансы, клиенты, внутренние процессы, обучение и развитие), обеспечивая при этом систему управления обратной связью, что позволяет не только отслеживать результаты принимаемых решений, но и определять причины и виновников допущенных отклонений, а также своевременно корректировать направления деятельности как отдельных подразделений, так и предприятия в целом.

Помимо задачи формирования пакета показателей на каждом уровне управления по каждому аспекту деятельности, важной проблемой является выбор основной стратегической цели развития бизнеса, которой и будут подчинены все показатели.

Постановка сбалансированной системы показателей стандартно осуществляется в разрезе следующих этапов.

1 этап. Проведение стратегического анализа. В рамках данного этапа классически проводится анализ, результаты которого оформляются в виде стратегических матриц (SWOT-анализ и PEST+M – анализ (отметим, что только в России первым ставят Р-политика, обычно в развитых странах не PEST, а STEP-анализ)), анализ конкуренции (матрица BCG или матрица McKinsey).

Наиболее простым и распространенным инструментом стратегического анализа является

SWOT-анализ, основная идея которого заключается в том, что при разработке стратегии основные факторы, влияющие на бизнес компании, рассматриваются в двух аспектах: внешнем и внутреннем; положительном и отрицательном. PEST+M-анализ учитывает факторы внешней среды и позволяет значительно детализировать аналогичный раздел предыдущего анализа. В большей мере оценить конкурентные позиции и факторы их определяющие позволяет проведение анализа конкуренции и построение на его основе матриц BCG или McKinsey.

Проведенный анализ позволяет четко сформулировать проблемы в контурах корпоративного, стратегического и оперативного управления компанией, оценить факторы конкурентоспособности и перспективные направления развития.

2 этап. Разработка миссии. Далее с помощью стратегических сессий методами мозгового штурма осуществляется выработка миссии компании. Миссия как общее предназначение компании с точки зрения удовлетворения потребностей собственников, работников, потребителей, социума и т.д. формализуется в одноименный документ, в свою очередь являющийся основой для разработки видения компании.

3 этап. Определение ключевых аспектов деятельности и стратегических направлений. Видение компании - представление в среднесрочной перспективе об основных параметрах деятельности компании позволяет осуществить выбор приоритетных направлений развития и определение стратегических целей с точки зрения удовлетворенности клиентов и владельцев, эффективности бизнес-процессов и персонала. Этап позволяет перейти к четкому осмыслению стратегии развития и разработки на ее базе набора стратегических целей.

4 этап. Разработка стратегических целей. Выбор стратегических целей производится, как правило, посредством разработки дерева целей, оценки адекватности миссии, достижимости и комплиментарности каждой ветки или возможного набора. Далее разрабатывается бизнес-модель компании и формируется стратегический план с указанием конкретных значений по каждой поставленной цели. В результате этапа заинтересованные пользователи, прежде всего собственники, должны получить два ключевых документа – бизнес-план и стратегический план.

5 этап. Разработка показателей эффективности. Указанный этап – один из наиболее сложных, так как выбор ключевых показателей эффективности влияет на другие элементы системы управления предприятием – системы управленческого учета, планирования, бюджетирования, мотивации. Методами интервьюирования, мозгового штурма, с учетом отраслевого опыта формируется набор возможных показателей в разрезе аспектов деятельности, подразделений, работников и пр.

6 этап. Разработка корпоративной стратегической карты. Результаты предыдущего этапа используются для построения стратегических карт - описания стратегии в виде набора причинно-следственных связей. При этом производится установление соответствия между стратегическими целями и показателями их достижения, а также определение архитектуры показателей, то есть выбор соответствующих организационных единиц - бизнес-единиц и четкая идентификация стратегическая бизнес-единица – корпоративные взаимосвязи. Методами интервьюирования в несколько раундов, мозгового штурма осуществляется отбор окончательных показателей и их балансировка. Этап предполагает также информирование об этом всех подразделений компании, а также на основе ранее разработанной бизнес-модели и стратегического плана определение возможных значений показателей.

7 этап. Разработка плана мероприятий. Данный этап предполагает:

- определение пользователей инструмента BSC в компании.
- разработку плана действий, необходимых для достижения заданных значений показателей;
- разработку плана внедрения проекта;

- определение информационных потребностей управления, формулирование задач, стоящих перед системой управленческого учета, реорганизация управленческого учета;
- реорганизацию системы планирования и бюджетирования.

На всех этапах необходимы корпоративные совещания и обучение.

Необходимо понимать, что сбалансированная система показателей является лишь инструментом корпоративного управления, с помощью постановки которого компания решает свои более высокие, концептуальные задачи.

Целью функционирования любого предприятия является получение экономического выигрыша, что, в конечном счете, находит отражение в росте экономической эффективности его деятельности. С развитием микроэкономической теории и теории фирмы менялись подходы экономистов к определению главной цели функционирования предприятия. Современные теории рассматривают различные целевые установки деятельности, основные из которых представлены на рис.2. Критический анализ этих моделей позволил сделать вывод о том, что каждая из них может являться одной из целей управления, но не может быть принята в качестве основной цели.

Последние три-четыре года в российскую практику управления все больше внедряется современная зарубежная **концепция управления стоимостью**. В основу концепции положено понимание того факта, что для акционеров (владельцев) предприятий и организаций центральным вопросом является прирост их благосостояния в результате функционирования объектов собственности. При этом рост благосостояния акционеров измеряется не масштабом введенных мощностей, не количеством нанятых сотрудников, не оборотом компании, а стоимостью бизнеса, которым они владеют. Внедрение системы управления стоимостью или управления, ориентированного на стоимость, достаточно длительный процесс, западные специалисты оценивают его продолжительность в 2-3 года. Однако реализация этого подхода позволит, в конечном счете, уйти от существующей сегодня разобщенности и разнонаправленности критериев оценки эффективности работы различных структурных подразделений, выработать у руководителя различного уровня единый подход к обоснованию принимаемых решений и определению целей деятельности и преодолеть конфликт интересов.

Первым шагом на пути к созданию системы управления с позиций стоимости компании является ее определение в качестве точки отсчета. В экономической литературе используется множество терминов, описывающих различные виды стоимости (рис.3).

Механизм управления созданием стоимости предприятия можно представить в виде ряда действий по экономическому анализу с целью выявления факторов, «движущих стоимость», последующей разработки и реализации стратегии, имеющей наибольшее положительное влияние на стоимость. По сути, выявление факторов, «движущих стоимость», есть определение стратегических целей и показателей по каждому из выделенных в системе BSC аспекту бизнеса.

Пример сбалансированной системы показателей, подчиненной главной стратегической цели развития бизнеса, представлен на рис. 4.

Управление созданием стоимости фирмы – это процесс, продолжающийся непрерывно. Изменение обстановки как внутри предприятия, так и вне его требует соответствующих корректировок осуществляемых действий, поэтому процесс управления созданием стоимости представляет собой замкнутый цикл (рис. 5).

Таким образом, выстраивается механизм управления, подчиненный достижению главной цели развития бизнеса – росту его стоимости. **Стоимостной подход к оценке качества управления** становится неотъемлемым условием повышения эффективности функционирования предприятия, потому что этот подход обеспечивает недвусмысленный и точный критерий оценки результатов деятельности, на основе которого можно и необходимо строить свою деятельность.

Рис. 1. Сбалансированной системы показателей



Рис. 2. Модели главной цели функционирования предприятия и их критический анализ

Главные цели функционирования фирмы	База возникновения критерия	Критика
Модель максимизации прибыли	Базируется на теоретических подходах классической экономической теории А.Смита, согласно которой максимизация прибыли отдельных субъектов хозяйствования ведет к максимизации всего общественного благосостояния	<ol style="list-style-type: none"> 1. Практика учета выделяет только бухгалтерскую прибыль, не учитывающую альтернативных, экономических издержек. 2. При отсутствии связи модели максимизации прибыли с механизмом ее распределения предприятие может быть лишено источников развития, если вся прибыль будет израсходована на цели потребления.. 3. Высокий уровень прибыли может достигаться при высоком финансовом риске
Модель минимизации транзакционных издержек	Базируется на теоретических подходах неоинституционализма, рассматривающих фирму как систему сложной сети коммерческих контрактов, осуществление которых связано с все увеличивающимся объемом транзакционных издержек	<ol style="list-style-type: none"> 1. Для получения оценки величины транзакционных издержек требуется значительное расширение учетных работ. 2. Критерий минимизации транзакционных издержек необеспечивает стремление к экономии других видов затрат. 3. Любая экономия затрат не может носить характер глобальной цели функционирования предприятия.
Модель максимизации объема продаж	Базируется на модели максимизации прибыли и является ее альтернативой. Ее приверженцы считают, что этот критерий наилучшим образом отражает результат деловой активности предприятия, его экономической и социальной миссии, а значит, более понятен рабочим, критерий интегрирует в своем составе максимизацию прибыли, а его достижение требует активизации не только маркетинговых усилий, но и постоянное изменение в технологии производства и реализации.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Критерий не нацелен на долгосрочную перспективу. 2. Критерий практически не связан с экономией расходов предприятия.
Модель максимизации темпов роста предприятия	Базируется на теории экономического роста, в отличие от предыдущей, в ней присутствуют и темпы роста операционной прибыли, и дивидендная политика, и структурные параметры финансового состояния предприятия.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Модель может функционировать лишь в условиях устойчивого роста спроса на продукцию, не учитывая изменчивость рыночной конъюнктуры. 2. Модель предполагает, что весь дополнительный объем продукт будет реализован по неизменным ценам. 3. Модель отталкивается от фактически достигнутого уровня прибыли, не учитывая степени ее достаточности для решения перспективных задач.

Продолжение рис.2

<p>Модель обеспечения конкурентных преимуществ</p>	<p>Базируется на концепции стратегического управления, и отражает результаты усилий практически всех служб предприятия</p>	<p>1. В настоящее время нет, да и не может быть единой методики оценки конкурентоспособности. 2. Если предприятие присутствует на рынках разных отраслей, модель теряет смысл. 3. Любой показатель конкурентоспособности является интегральным, в его состав входят как измеряемые в различных единицах количественные, так и качественные показатели. При этом методики получения интегрального показателя разнообразны.</p>
<p>Максимизация добавленной стоимости</p>	<p>Базируется на теориях японских экономистов, согласно которым добавленная стоимость может считаться главной целью функционирования предприятия, поскольку обеспечивает баланс экономических интересов не только рабочих и менеджеров, но и собственников, а также не вступает в противоречие с интересами большинства контрагентов предприятия, носит долгосрочный характер, моделируется в долгосрочной перспективе.</p>	<p>1. Целевая установка противоречит интересам потребителей. 2. Отражает в основном исторический менталитет и культуру Японии.</p>

Рис.3. Классификация различных видов стоимости бизнеса



Рис. 4. Пример сбалансированной системы показателей

Главная стратегическая цель развития бизнеса – процент роста его стоимости	Проекция развития		Цели	Показатели
	Финансы	Финансовые перспективы предприятия	Процент роста рентабельности собственного капитала	-заданный объем чистой прибыли; -процент роста рентабельности продаж; -заданная величина финансового цикла
	Потребители	Рыночные перспективы предприятия	Процент роста объемов продаж	-процент роста доли принадлежащего рынка; -процент роста знания бренда; -процент роста постоянных клиентов
	Персонал, рост и обучение	Инновационные перспективы роста и обучения	Соответствие квалификации сотрудников требованиям рынка и особенностям производственного процесса	-процент сотрудников, повысивших квалификацию; -процент сотрудников, удовлетворенных условиями труда; -количество инновационных разработок; -снижения коэффициента текучести
	Внутренние бизнес-процессы	Организационно-управленческие перспективы	Оптимизация бизнес-процессов, рост научно-технического, инновационного потенциала	-время на исследование и разработку одного товара; -время от получения заказа до доставки; -процент уменьшения оборачиваемости запасов

Рис.5. Механизм управления процессом создания стоимости



Ключевые финансовые факторы стоимости

экономическая добавленная стоимость (EVA – Economic Value Added)

стратегическая эффективность компании

эффективность операционной деятельности

эффективность инвестиционной деятельности

эффективность финансовой деятельности

Расчеты ключевых финансовых показателей стоимости компании необходимы:

- инвесторам, рассматривающим возможность вложения своих средств в компанию. Инвесторы должны увидеть методику расчета стоимости компании, понимание и доверие к которой являются для них гарантиями возврата вложенных средств;

- топ-менеджерам на операционном уровне для руководства финансовыми показателями стоимости при осуществлении стратегии развития компании.

Оценка стоимости компании призвана показать эффективность сценария стратегического развития компании, т.е. определить насколько цена приобретаемого актива (размер вложений) соответствует будущим доходам с учетом рисков проекта. Критерием успешного сценария для компании является показатель экономической добавленной стоимости (EVA), которая позволяет выяснить, достаточно ли зарабатывает компания по сравнению с альтернативными вложениями.

Все финансовые факторы стоимости разделены на 4 группы показателей (рис.1):

1. стратегическая эффективность Компании,
2. эффективность операционной деятельности,
3. эффективность инвестиционной деятельности
4. эффективность финансовой деятельности.

1. Стратегическая эффективность Компании. Для управления стоимостью используется экономическая добавленная стоимость (EVA – Economic Value Added), один из показателей экономической прибыли.

Выбор данного показателя объясняется следующим. Прежде всего, он в наибольшей степени коррелирует с рыночной оценкой стоимости. Одновременно показатель экономической добавленной стоимости может быть использован в оперативном управлении компанией, поскольку отражает успехи менеджмента по достижению стратегической цели бизнеса — максимизации стоимости компании. При этом задача определения рычагов воздействия на стоимость сводится к определению финансовых факторов, которые в наибольшей степени влияют на экономическую добавленную стоимость. Показатель EVA используется для оценки деятельности как компании в целом, так и ее бизнес-подразделений.

2. Эффективность операционной деятельности отражает результаты основной деятельности компании по увеличению продаж, снижению издержек или повышению производительности. Предполагается, что улучшение данных показателей может быть достигнуто без существенных дополнительных инвестиций.

3. Эффективность инвестиционной деятельности отражает эффективность инвестиционных проектов, осуществляемых компанией. Под инвестиционными проектами в данном случае понимаются любые проекты, связанные с инвестированием денежных средств в реальные активы на срок более 1 года. Как правило, данная группа показателей закрепляется за директором по стратегии или директором по маркетингу, поскольку именно они часто принимают решения о расширении бизнеса и стимулировании продаж.

4. Эффективность финансовой деятельности. Данная группа показателей фактически представляет собой прерогативу финансового директора и отражает эффективность его

работы по привлечению различных источников финансирования компании, размещению свободных денежных средств на фондовом рынке и управлению оборотным капиталом. Чтобы понять, какие направления бизнеса компании создают экономическую прибыль, а какие нет, при разработке стратегии развития Компании, она разделяется на бизнес-единицы.

Для выделения бизнес-единицы ориентируемся на существующую в компании систему бюджетирования: добавленную стоимость можно определить по производственным единицам и генерациям, для которых составляется бюджет, вычисляются ключевые показатели деятельности, готовится отчетность.

EVA должен стать в Компании обязательным параметром, значение которого учитывается при утверждении бюджетов бизнес-единиц и принятии управленческих решений.

Расчет EVA ведется по следующей формуле (рис.2).

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{CC} \times \text{CE} \quad ()$$

где NOPAT (*net operating profit adjusted taxes*) — скорректированная чистая операционная прибыль после уплаты налогов;

CC (*cost of capital*) — стоимость капитала, под которой понимается ставка процента, учитывающая как стоимость заемных средств, так и стоимость капитала для акционеров;

CE (*capital employed*) — размер инвестированного капитала.

Величина чистой операционной прибыли рассчитывается исходя из данных отчета о прибылях и убытках подразделения, скорректированных на расходы на капитал:

$\text{NOPAT} = \text{Чистая прибыль до налогообложения} + \text{Проценты к уплате} + \text{Проценты по лизинговым платежам} + \text{Амортизация гудвилла} - \text{Сумма уплаченных налогов.}$

Если речь идет о деятельности бизнес-единицы, необходимо обратить внимание на себестоимость продукции или услуг, которая вычитается из прибыли при расчете NOPAT. Себестоимость продукта или услуги подразделения (проекта) состоит из прямых и косвенных затрат на его производство, то есть затрат всей компании на поддержание деятельности этого подразделения, например аренду офисного здания, административный ресурс и другие. Такие расходы необходимо распределить на подразделения пропорционально степени их использования, например, исходя из доли оборота подразделения в суммарном обороте компании, или валовой прибыли, или доли зарплаты основных производственных рабочих в общем объеме фонда оплаты труда и т. д.

Однако если доля косвенных затрат велика, то пропорциональное распределение косвенных затрат приведет к некорректной величине себестоимости. Решить эту проблему можно, используя операционный метод калькуляции себестоимости *Activity Based Costing* (ABC), который позволяет учитывать ресурсы (денежные, временные, сырьевые и т. д.) по месту использования.

Размер инвестированного капитала (CE). В качестве капитала, используемого для расчета EVA, принимается сумма всех активов, которыми управляет данная бизнес-единица, за вычетом краткосрочных обязательств (перед поставщиками, бюджетом и т. д.), кроме краткосрочных кредитов. Те активы, которыми управляют централизованно, например общие здания, коммуникации, также должны включаться в активы центра ответственности в объеме, пропорциональном степени их использования.

Стоимость капитала (CC) для компании в общем случае равна стоимости капитала для акционеров, то есть той норме прибыли, которую они рассчитывают получить на вложенные деньги. Стоимость капитала компании определяется на основе экспертных оценок, то есть оценок топ-менеджеров, инвестиционных аналитиков и т. п.

Этот показатель определяется акционерами компании по следующим составляющим:

- безрисковая ставка доходности рассчитывается на основе доходности государственных обязательств;

- премия за риск инвестирования в рынок акций, отраслевой риск и малую капитализацию компании (рассчитывают инвестиционные компании и информационные агентства);

- премия за специфический риск оцениваемой компании зависит от субъективного восприятия оценщиком общего инвестиционного риска компании.

EVA для производственных подразделений. Чистая прибыль производственного подразделения рассчитывается как разница между его доходами и расходами. Доходы производственного подразделения — это прибыль от продажи тепло- и электроэнергетики, от переоценки запасов с учетом инфляции и изменений валютного курса (она проводится ежемесячно), а также от продажи непрофильных активов.

Расходы включают затраты на заработную плату, аренду офиса, содержание запасов ТМЦ, закупку товарной продукции, маркетинг, а также административные расходы на содержание центрального аппарата, которые фиксируются в виде абсолютного значения в начале года для каждого производственного подразделения.

Для того чтобы отчетность всех производственных подразделений подавалась в сопоставимом виде и легко консолидировалась, в компании существует единая учетная политика и используется общее программное обеспечение. Статьи в отчетах максимально детализируются: по направлениям бизнеса, по клиентам, по тарифам и т. д.

EVA рассчитывается по каждой бизнес-единице ежемесячно на основе управленческой отчетности (отчета о прибылях и убытках, управленческого баланса, еженедельных данных по продажам, ежедневных отчетов о состоянии счета), представляемой в головной офис, с учетом процентных ставок по всем типам капитала.

При расчете экономической прибыли подразделений из чистой прибыли вычитается результат переоценки активов, а также затраты на обслуживание каждого типа капитала:

$$EVA = (NOPAT - \text{Сумма переоценки}) - _ \% \times \text{ИК} - _ \% \times \text{ОД} - _ \% \times \text{ЦК},$$

где NOPAT — чистая прибыль, скорректированная на сумму переоценки; ИК — размер инвестиционного капитала подразделения;

ОД — размер овердрафта, используемого подразделением;

ЦК — размер целевого кредита.

Головная компания стремится к тому, чтобы значение показателя EVA было неотрицательным даже при росте производственной единицы. Нормой является нулевое значение данного показателя. Если оно выше нуля, то менеджеры соответствующей бизнес-единицы премируются из полученной экономической прибыли.

В случае, когда значение EVA в течение нескольких периодов отрицательное, специально созданная комиссия выясняет причины такого результата.

Головная компания собирает статистические данные по всем производственным единицам и может провести сравнительный анализ результатов деятельности.

С помощью показателя EVA оценивается качество принимаемых в компании стратегических управленческих решений. Положительная динамика этого показателя означает, что компания работает более эффективно, чем рынок в целом, то есть она более привлекательна для инвесторов, следовательно, рыночная стоимость такой компании возрастает.

Напротив, снижение EVA говорит о том, что на рынке появляются более интересные для инвестирования проекты, поэтому при падении EVA стоимость компании также уменьшается.

Поскольку основной стратегической целью менеджмента является увеличение стоимости бизнеса, управление экономической добавленной стоимостью в компании сводится к обеспечению стабильно неотрицательного значения EVA, то есть обеспечения соответствующего уровня доходности текущих активов и инвестиций.

Управление EVA в компании строится на выявлении факторов, способствующих ее увеличению, то есть росту прибыли (NOPAT), или же уменьшению размера капитала и его стоимости (СС и СЕ). Работа по увеличению NOPAT заключается в увеличении оборота, маржи, повышении оборачиваемости активов и снижении издержек — как прямых, так и косвенных.

Для оптимизации необходимого капитала компании следует сотрудничать с наиболее надежными контрагентами, управлять дебиторской задолженностью и перераспределять капитал между направлениями бизнеса. При этом необходимо сдерживать рост бизнеса, требующего больших вложений капитала, и инвестировать в направления, которые требуют меньших средств.

Управление стоимостью капитала компании сводится к работе с кредиторами по привлечению более дешевых займов и регулированию структуры капитала. Для этого необходимо соблюдать равновесие между стоимостью собственных и заемных средств. Так, привлечь заем зачастую оказывается дешевле, чем использовать собственные средства.

Для того чтобы рассчитать влияние тех или иных управленческих решений на значение EVA, используется обычная финансовая модель бизнес-подразделения и компании в целом. Экономическая добавленная стоимость рассчитывается для каждого варианта развития единицы управления наряду с NPV. Решение о выборе конкретного пути развития компании принимается собственниками исходя из расчетной величины EVA (Таблица 1).

Таблица 1. Оценка EVA с точки зрения собственника

1. $EVA=0$	рыночная стоимость предприятия равна балансовой стоимости чистых активов.	В этом случае рыночный выигрыш собственника при вложении в данное предприятие равен нулю, поэтому он равно выигрывает, продолжая операции в данном предприятии или вкладывая средства в банковские депозиты.
2. $EVA>0$	означает прирост рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов,	что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в предприятие.
3. $EVA<0$	ведет к уменьшению рыночной стоимости предприятия.	В этом случае собственники теряют вложенный в предприятие капитал за счет потери альтернативной доходности.

Управление EVA проектов осуществляется путем выбора способов вложения капитала, доходность которых будет выше стоимости капитала компании (рис. 1).

Если значение EVA бизнес-единицы становится отрицательным, то следует оценить целесообразность принятого сценария развития компании: прибыль, которую генерирует бизнес-единица, должна в любом случае обеспечивать выплаты процентов по кредитам и отдачу на инвестированный капитал.

Выбор ключевых финансовых факторов осуществляется на основе 4 критериев:

- стратегии и жизненного цикла компании;
- чувствительности результирующего финансового показателя EVA, к различным финансовым факторам стоимости;
- потенциала улучшения показателей;
- волатильности (изменчивости) показателей.

Пример расчета ключевых факторов стоимости Компании приведен в Приложение 1.

Приложение 1. Пример расчета ключевых факторов стоимости

Рассмотрим применение формулы эластичности простым примером.

Предположим, что

- Объем продаж = 100 единиц продукции в год.
- Цена 1 единицы продукции = 10 долл.
- Себестоимость 1 единицы продукции = 9 долл.

Следовательно:

*Прибыль = Объем продаж * (Цена — Себестоимость) = 100 . (10 — 9) = =100 долл.*

Рассчитаем коэффициенты чувствительности прибыли к изменению цены, объема продаж и себестоимости, применив формулу эластичности и дифференцирования (см. формулы).

Согласно расчетам при увеличении цены на 1% прибыль вырастет на 9%, при сокращении себестоимости на 1% —вырастет на 8%, а при изменении объема продаж на 1% изменится на 1%.

Предположим, что в течение рассматриваемого промежутка времени мы можем увеличить объем продаж (при сохранении цены) на 30%, снизить издержки на 5% и увеличить цену (при сохранении объема продаж) на 3%.

Соответственно, получаем потенциал изменения прибыли в результате воздействия на цену, объем продаж и себестоимость:

Потенциал увеличения прибыли в результате роста объема продаж = =30% . 1 = 30%.

Потенциал увеличения прибыли в результате роста цены = 3% . 9 = 27%.

Потенциал увеличения прибыли в результате сокращения издержек = 5% . 8 =40%.

Рейтинг финансовых факторов стоимости

Название фактора	Модуль коэффициента чувствительности EVA к фактору	Потенциал улучшения фактора	Коэффициент вариации фактора, %	Стратегическая значимость	Сводный рейтинг =1x4x(2+3)
Эффективность операционной деятельности					
Объем продаж	2,2	15	10	5	275
Цена	10,3	2	10	3	278,4
Общие расходы	3,2	5	5	2	64
Расходы на сырье и материалы	5,4	10	15	3	232,5
Производительность...	3,1	20	0	2	124
Эффективность инвестиционной деятельности					
Объем инвестиций в расширение производства	1,2	30	0	4	144
Рентабельность инвестиций в расширение производства	2,1	10	0	3	60
Объем инвестиций в бренд	0,6	100	0	2	120
Отдача от инвестиций в бренд	0,9	50	0	4	180
Эффективность финансовой деятельности					
Финансовый рычаг	0,9	50	0	4	180
Ставки по кредитам	0,9	50	0	4	180

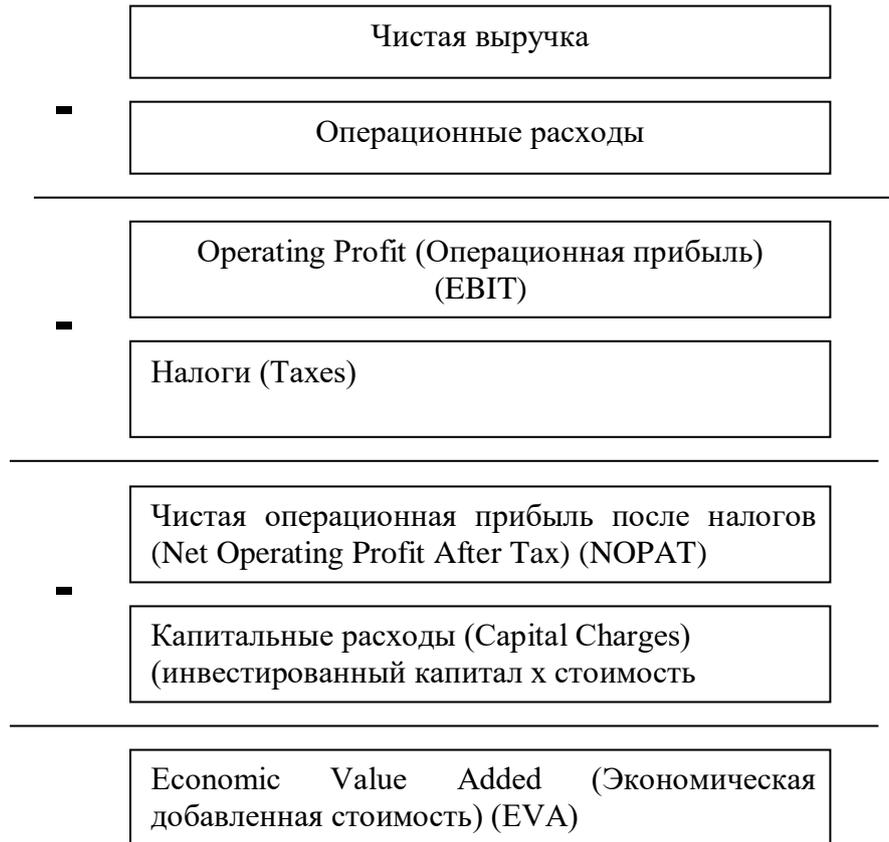


рис. 2. Основная формула для расчета EVA

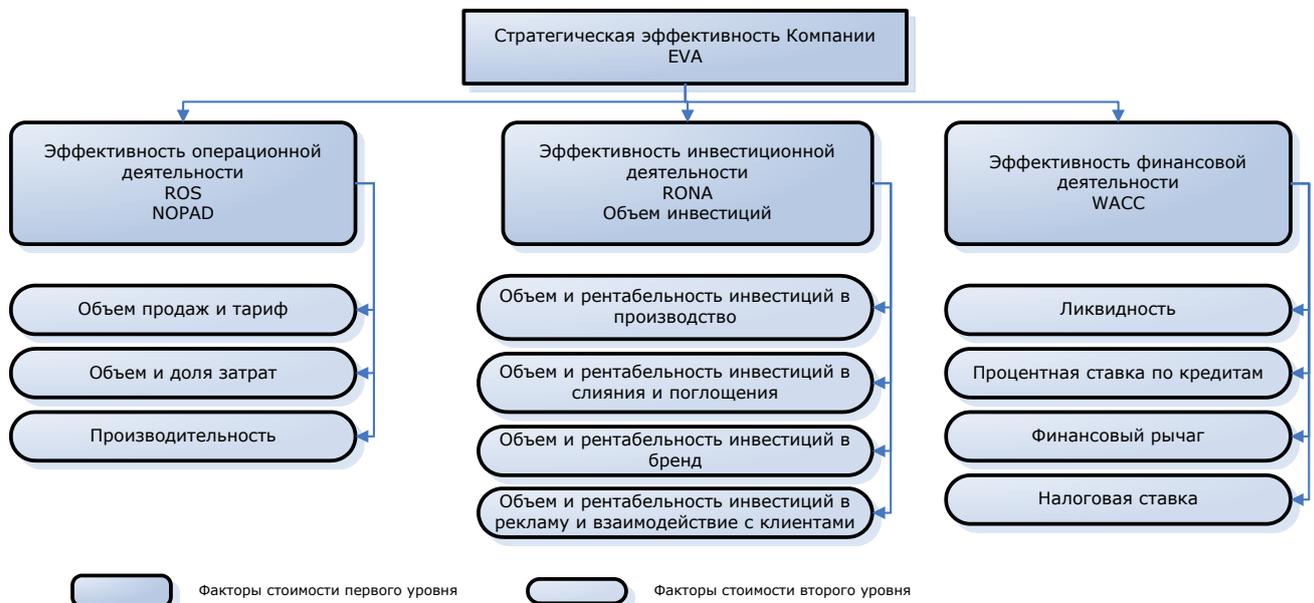


рис. 1. Факторы стоимости компании

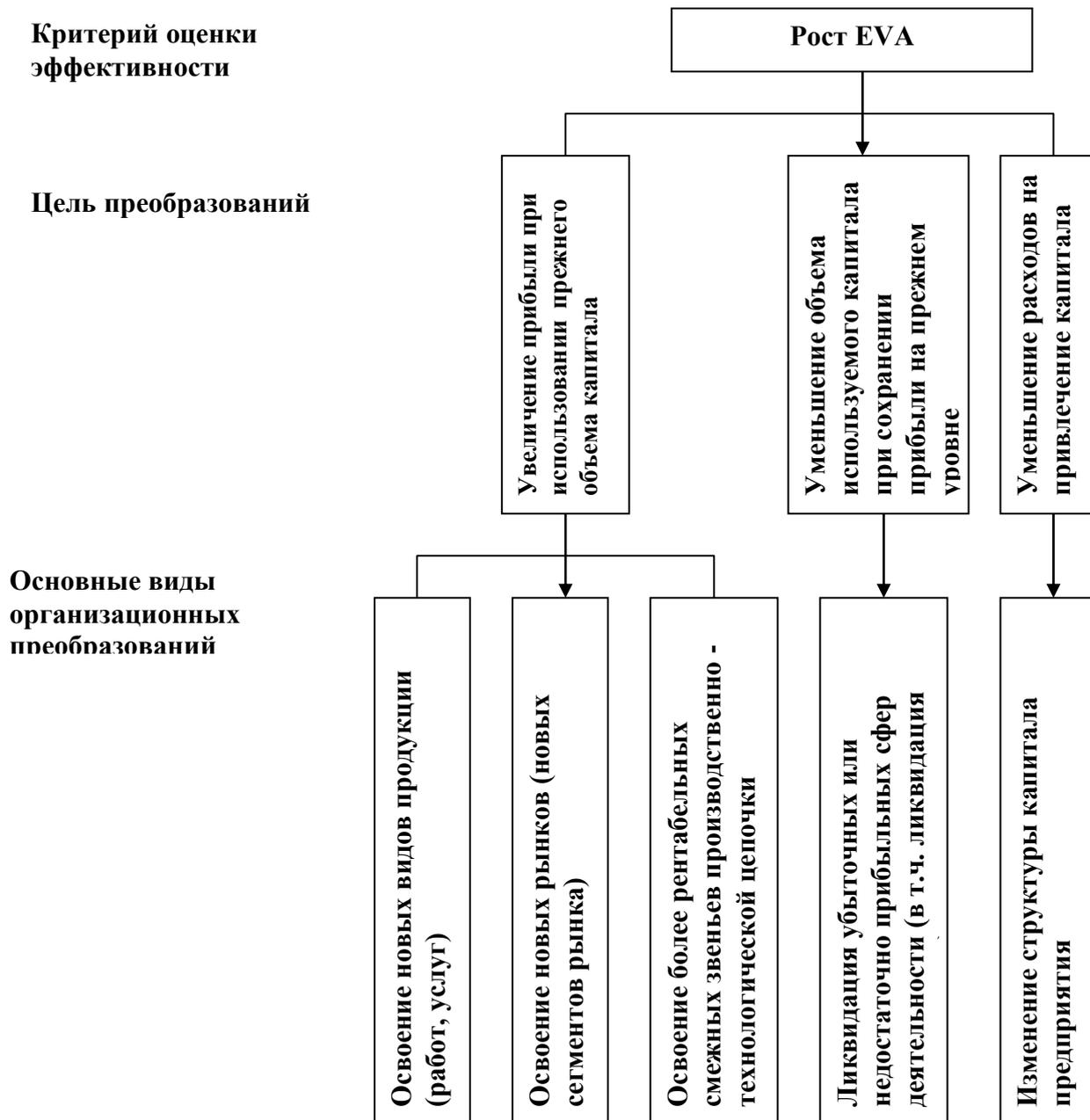


рис. 1. Мероприятия, направленные на повышение эффективности деятельности предприятия

Справка об авторах

Масленников Валерий Владимирович

профессор Государственного университета управления

рабочий телефон: 8-499-741-56-66

электронный адрес: clubmp@mail.ru

Юрченко Александр Федорович

начальник отдела инвестиций и ценных бумаг ООО «Трансазот»

202-62-39

alex@transazot.ru

Баланс рентабельности и роста для устойчивого создания стоимости

рыночная стоимость компании
 балансовая стоимость компании
 рентабельность капитала
 реальные темпы роста выручки
 стоимостные мультипликаторы
 стоимость капитала

Как фондовый рынок оценивает компании

Согласно классической теории финансов основными факторами стоимости компании являются темпы роста и рентабельность капитала.

Формула факторов стоимости выглядит следующим образом:

$$CV = \frac{NOPLAT_{t+1} \times \left(1 - \frac{g}{ROIC_t}\right)}{WACC - g}$$

где:

- CV – стоимость компании
- $NOPLAT_{t+1}$ - нормализованный уровень чистой операционной прибыли за вычетом скорректированных налогов
- g – ожидаемые темпы роста $NOPLAT$ на бессрочную перспективу
- $ROIC_t$ - ожидаемая рентабельность чистых новых инвестиций
- WACC – средневзвешенные затраты на капитал

В долгосрочном периоде фондовый рынок достаточно эффективен и оценивает компании на основании роста и рентабельности капитала. Компания McKinsey&Company¹ провела анализ по выборке из 340 крупнейших американских компаний, сравнив значение их рыночной стоимости с пятилетними темпами роста их продаж, а также со средним за 5 лет спредом между рентабельностью инвестированного капитала и затратами на капитал. При этом была сделана поправка на разницу в размере компаний путем деления рыночной стоимости каждой компании на ее балансовую стоимость (

Таблица 1: Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость

Зависимая переменная	Регрессионная переменная 1	Регрессионная переменная 2	R ² (%)
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Спред, 1994-1998гг.	Рост дохода, 1994-1998гг	46
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Спред, 1994-1998гг	-	45
Рыночная/балансовая стоимость, дек.	Спред, 1994-1998гг	Рост дохода, 1994-1998гг	40

¹ При подготовке статьи использовались следующие источники:

Perspectives on Corporate Finance and Strategy, № 19 Spring 2006, Balancing ROIC and growth to built value. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, John Willey & Sons, Inc.

Spotlight on Growth: The role of Growth in Achieving Superior Value Creation, The 2006 Value Creators Report, The Boston Consulting Group.

1993г.			
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Спред, 1994-1998гг	-	 35
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Рост дохода, 1994-1998гг	-	 10
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Рост дохода, 1994-1998гг	-	 9
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Рост EBITA *, 1994-1998гг	-	 8
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Рост EBITA *, 1994-1998гг	-	 4
* EBITA – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации нематериальных активов.			

Таблица 2: Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость в разных диапазонах спреда

Диапазон спреда	Число компаний	Угловой коэффициент регрессии	R ² (%)
Более 10%	70	5,8	3
6-10%	61	11,9	21
2-6%	87	10,7	36
-2-2%	96	2,4	8
Менее -2%	26	2,0	16

Затем компании распределили по группам с примерно одинаковыми темпами роста и величиной спреда (например, в одну группу попали все компании с темпами роста продаж от 9 до 13% и спредом от 2 до 6 %). В каждой группе рассчитывалось среднее отношение рыночной к балансовой стоимости.

Как видно на

Таблица 1: Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость

Зависимая переменная	Регрессионная переменная 1	Регрессионная переменная 2	R²(%)
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Спред, 1994-1998гг.	Рост дохода, 1994-1998гг	46
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Спред, 1994-1998гг	-	45
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Спред, 1994-1998гг	Рост дохода, 1994-1998гг	40
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Спред, 1994-1998гг	-	35
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Рост дохода, 1994-1998гг	-	10
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Рост дохода, 1994-1998гг	-	9
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Рост ЕБИТА*, 1994-1998гг	-	8
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Рост ЕБИТА*, 1994-1998гг	-	4

* ЕБИТА – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации нематериальных активов.

Таблица 2: Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость в разных диапазонах спреда

Диапазон спреда	Число компаний	Угловой коэффициент регрессии	R² (%)
Более 10%	70	5,8	3
6-10%	61	11,9	21
2-6%	87	10,7	36
-2-2%	96	2,4	8
Менее -2%	26	2,0	16

Рисунок 1, в любом диапазоне темпов роста увеличение спреда ведет к повышению рыночной стоимости (относительно балансовой стоимости). Вы можете заметить, что с более высокими темпами роста продаж сопряжен и более высокий коэффициент рыночная/балансовая стоимость, за исключением тех случаев, когда спред имеет низкие или отрицательные значения. И чем выше значение спреда, тем большее значение приобретают темпы роста для повышения стоимости. Это подтверждает теоретический тезис о том, что рынок оценивает компании на основании роста и рентабельности.

Для того, чтобы проверить насколько установленная зависимость статистически значима, была определена регрессия коэффициентов рыночная/балансовая стоимость по нескольким переменным, включая спред и различные показатели роста. В

Таблица 1 приводятся результаты данного анализа. Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость по темпам роста продаж и по спреду дала высокое значение – 46%. Причем, если взять для расчета рост прибыли вместо роста продаж, результат не изменится.

Очевидно, что спред играет более важную роль, чем рост, и возможно даже, что рост не имеет вовсе никакого значения. Но, согласно теории, при высоких значениях спреда, рост становится гораздо важнее для создания стоимости, что отчетливо видно на

Таблица 1: Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость

Зависимая переменная	Регрессионная переменная 1	Регрессионная переменная 2	R²(%)
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Спред, 1994-1998гг.	Рост дохода, 1994-1998гг	46
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Спред, 1994-1998гг	-	45
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Спред, 1994-1998гг	Рост дохода, 1994-1998гг	40
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Спред, 1994-1998гг	-	35
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Рост дохода, 1994-1998гг	-	10

Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Рост дохода, 1994-1998гг	-	 9
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Рост EBITA*, 1994-1998гг	-	 8
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Рост EBITA*, 1994-1998гг	-	 4
* EBITA – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации нематериальных активов.			

Таблица 2: Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость в разных диапазонах спреда

Диапазон спреда	Число компаний	Угловой коэффициент регрессии	R ² (%)
Более 10%	70	5,8	3
6-10%	61	11,9	21
2-6%	87	10,7	36
-2-2%	96	2,4	8
Менее -2%	26	2,0	16

Рисунок 1. Поэтому на следующем этапе все компании выборки были разбиты на группы в соответствии с величиной спреда и в каждой группе была построена отдельная регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость по темпам роста. Как показывает Таблица 2, для компаний с большим спредом рост приобретает огромное значение – вполне сообразно с теорией. У таких компаний кривая регрессии имеет крутой наклон (высокий угловой коэффициент), тогда как у компаний с малым спредом наклон кривой регрессии сравнительно пологий, статистически не отличающийся от нулевого.

В продолжение анализа выдвинутой концепции был применен метод дисконтированного денежного потока к 31 компании США. Для этого по оценкам Value Line Investment Survey

были спрогнозированы денежные потоки и продисконтированы по цене капитала. Как видно на Рисунок 2, обнаружена тесная корреляция денежного потока с рыночной стоимостью.

Эти результаты нельзя расценивать как строгие научные доказательства, но, к сожалению, точнее проверить выдвинутую гипотезу, измерив ожидаемые темпы роста и рентабельность не представляется возможным. Тем не менее, данный анализ лишней раз подтверждает, что денежный поток, который зависит от сочетания роста и спреда, является определяющим фактором стоимости всякой компании.

Рост или рентабельность?

Перспективы высоких темпов роста выглядят заманчиво, однако высокая рентабельность капитала оказывается более устойчивой в долгосрочном периоде.

Рост может быть «жизненной энергией» бизнеса, однако это не всегда наилучший и наиболее устойчивый способ создавать стоимость для акционеров. Рентабельность капитала зачастую не менее важна, тем более, что ее гораздо легче удерживать на высоком уровне. Если рентабельность компании уже находится на высоком уровне, ускорение роста создает дополнительную стоимость. Однако если рентабельность компании низкая, концентрация усилий менеджмента на ее повышении создаст больше стоимости, чем ориентация на рост (

Рисунок 3).

Тщательный анализ компаний с высокими мультипликаторами P/E показал, что большинство из них добились высоких показателей рентабельности, однако темпы роста этих компаний оказались незначительными. Это говорит о том, что, несмотря на распространенное убеждение, инвесторы формируют позитивные ожидания и оценивают выше те компании, которые уже добились высокой рентабельности, даже если их темпы роста были не высокими и компании не озвучивают планов их ускорения. В противном случае заявления агрессивных планов роста при скромных показателях рентабельности могут негативно сказаться на рыночной капитализации компании.

Далее приводятся результаты исследования компании McKinsey по 500 крупнейшим по выручке публично торгуемым корпорациям США в 1965, 1975, 1985 и 1995гг., целью которого стало изучение долгосрочных трендов по темпам роста и рентабельности капитала². Медианное значение рентабельности капитала для выборки 1965г. оставалось стабильным на протяжении 40 лет – порядка 9%. Аналогичная ситуация наблюдается для выборок 1975, 1985 и 1995гг. Другими словами, рентабельность капитала проявляет стабильность на протяжении длительного периода времени (

Рисунок 4).

Рост, наоборот, оказался менее стабилен в долгосрочном периоде: для выборки 1965г. медианное значение темпов роста выручки 500 компаний, скорректированное на инфляцию, упало с 7 до 2% за 10 лет, а затем до 0% еще через 10 лет. В следующие 20 лет темпы роста зафиксировались на уровне 2%, что ниже темпов роста ВВП США³. Аналогичное увядание медианных реальных темпов роста наблюдается и для выборок 1975, 1985 и 1995гг.

Более того, отраслевой⁴ анализ данных тенденций подтверждает необходимость управления рентабельностью капитала. Сравнение рентабельности⁵ по выборке 500 компаний 1965г. показало, что в большинстве секторов рентабельность сохранялась на стабильном уровне, а в некоторых секторах наблюдался рост по причине наличия сильного бренда, барьеров на вход в отрасль (патенты – товары для дома), а также в фармацевтике и биотехнологиях (

² Результаты деятельности каждой группы компаний отслеживались по портфелю 2004г (т.е. по тем компаниям выборки например 1965г., которые работали в 2004г).

³ Тем роста реального ВВП составлял в среднем 2,5% - 3,5% за период 1929-2005гг.

⁴ Отрасли определены в соответствии с Глобальным Отраслевым Классификационным Стандартом – Global Industry Classification Standard (GICS).

⁵ Медианное значение рентабельности капитала компаний, работавших на протяжении всего анализируемого периода времени.

Рисунок 5). В результате действия рыночных сил, ужесточения конкуренции и старения отраслей темпы роста неизбежно снижаются. Исключение составляют отрасли с квазирыночными характеристиками (

Рисунок 6).

Детальный анализ по отдельным компаниям позволяет делать аналогичные выводы: компании с высоким уровнем рентабельности могли удержать достигнутый уровень, в то время как быстрорастущие компании со временем «теряли скорость».

На Рисунок 7 показана вероятность того, что компания за 10 лет переместится из одной группы по рентабельности капитала и темпам роста в другую. Компании с рентабельностью капитала менее 5 % в 1994г. с вероятностью 43% останутся в той же группе к 2003г. Компании с рентабельностью 5-10% в 1994г. с вероятностью 40% останутся в той же группе через 10 лет. Компании с рентабельностью более 20% с вероятностью 50% сохранят свое положение. В целом диаграмма по рентабельности имеет сбалансированный вид – треть компаний не изменили своего положения, треть его улучшили и треть ухудшили.

Что же касается темпов роста, то здесь дела обстоят иначе – велика вероятность существенного снижения темпов роста (Рисунок 7). Из всех компаний, которые росли с темпом более 20% в 1994г., 56% за 10 лет скатилось в категорию с темпами роста ниже 5%. Только 13% быстрорастущих компаний смогли удержать свои позиции и в основном благодаря поглощениям, но не органическому росту.

Анализ отдельных компаний еще раз продемонстрировал, что поддерживать высокую рентабельность важнее и проще, чем высокие темпы роста.

- Рентабельность капитала и темпы роста бизнеса – два ключевых фактора роста стоимости.
- Однако ускорение темпов роста приводит к повышению стоимости, только если рентабельность капитала превышает его цену для компании, т.е. при высоком уровне рентабельности.
- Высоких стоимостных мультипликаторов, как правило, добиваются компании с высокой рентабельностью и незначительными темпами роста.
- Отраслевой анализ показал, что темпы роста неизбежно падают и менеджмент предпочитает контролировать рентабельность капитала.

Заявления относительно агрессивных планов роста бизнеса будут позитивно восприняты инвесторами только если менеджмент может подкрепить их стабильно высокими историческими показателями рентабельности капитала.

При подготовке статьи использовались следующие источники:

- Perspectives on Corporate Finance and Strategy, № 19 Spring 2006, Balancing ROIC and growth to built value.

- Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, John Willey & Sons, Inc.

- Spotlight on Growth: The role of Growth in Achieving Superior Value Creation, The 2006 Value Creators Report, The Boston Consulting Group.

Таблица 1: Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость

Зависимая переменная	Регрессионная переменная 1	Регрессионная переменная 2	R ² (%)
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Спред, 1994-1998гг.	Рост дохода, 1994-1998гг	46
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Спред, 1994-1998гг	-	45
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Спред, 1994-1998гг	Рост дохода, 1994-1998гг	40
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Спред, 1994-1998гг	-	35
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Рост дохода, 1994-1998гг	-	10
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Рост дохода, 1994-1998гг	-	9
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1998г.	Рост ЕБИТА *, 1994-1998гг	-	8
Рыночная/балансовая стоимость, дек. 1993г.	Рост ЕБИТА *, 1994-1998гг	-	4

* ЕБИТА – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации нематериальных активов.

Таблица 2: Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость в разных диапазонах спреда

Диапазон спреда	Число компаний	Угловой коэффициент регрессии	R ² (%)
Более 10%	70	5,8	3
6-10%	61	11,9	21
2-6%	87	10,7	36
-2-2%	96	2,4	8
Менее -2%	26	2,0	16

Рисунок 1: Факторы стоимости: Зависимость рыночной стоимости от спреда ROIC-WACC и от темпов роста

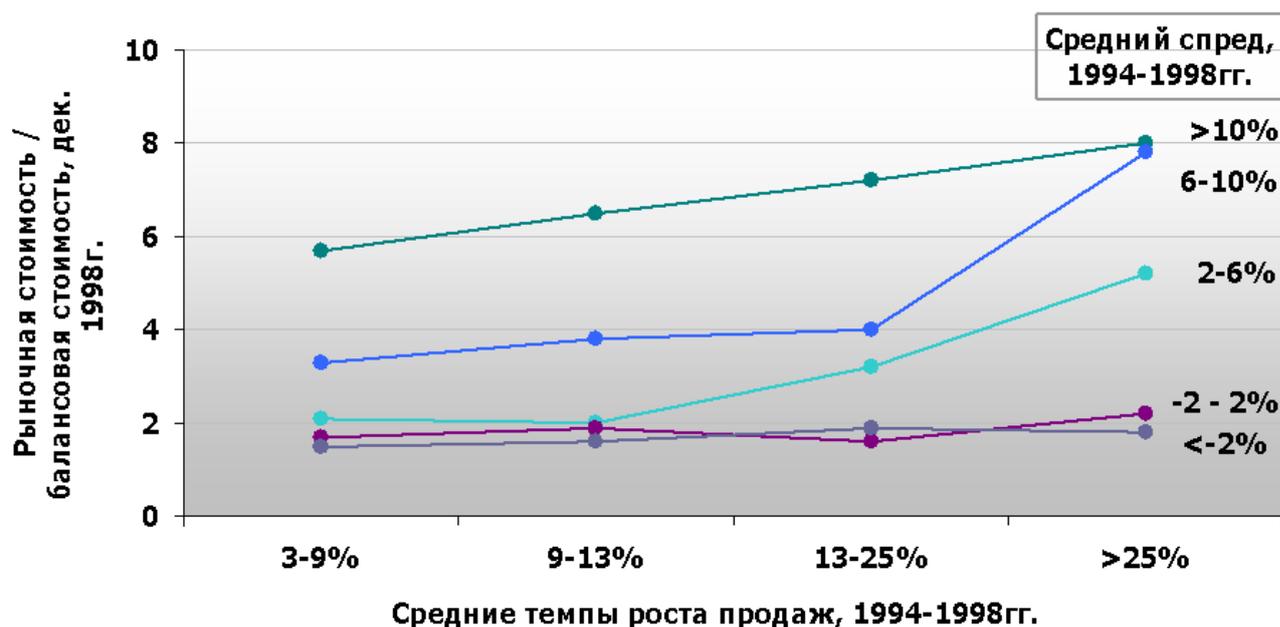


Рисунок 2: Корреляция между рыночной стоимостью и дисконтированным денежным потоком: 31 компания США, 1999г.

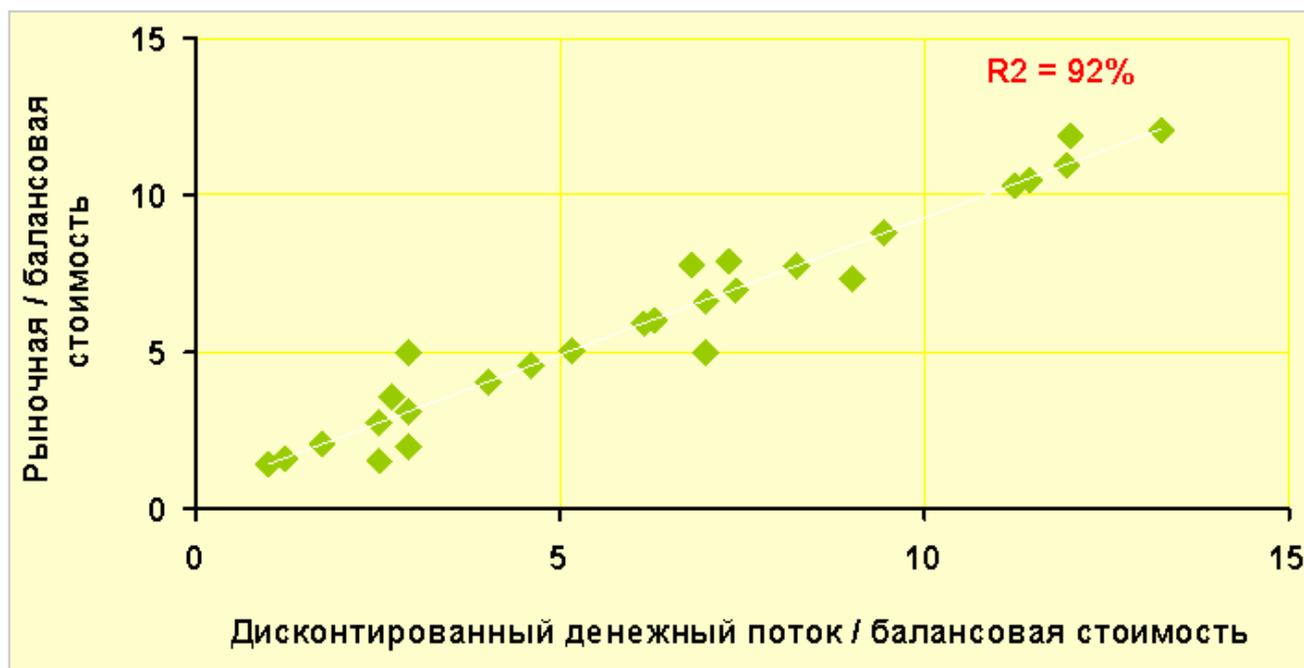


Рисунок 3: Создание стоимости за счет ускорения роста и повышения рентабельности



Рисунок 4: Рентабельность капитала – более устойчивый показатель

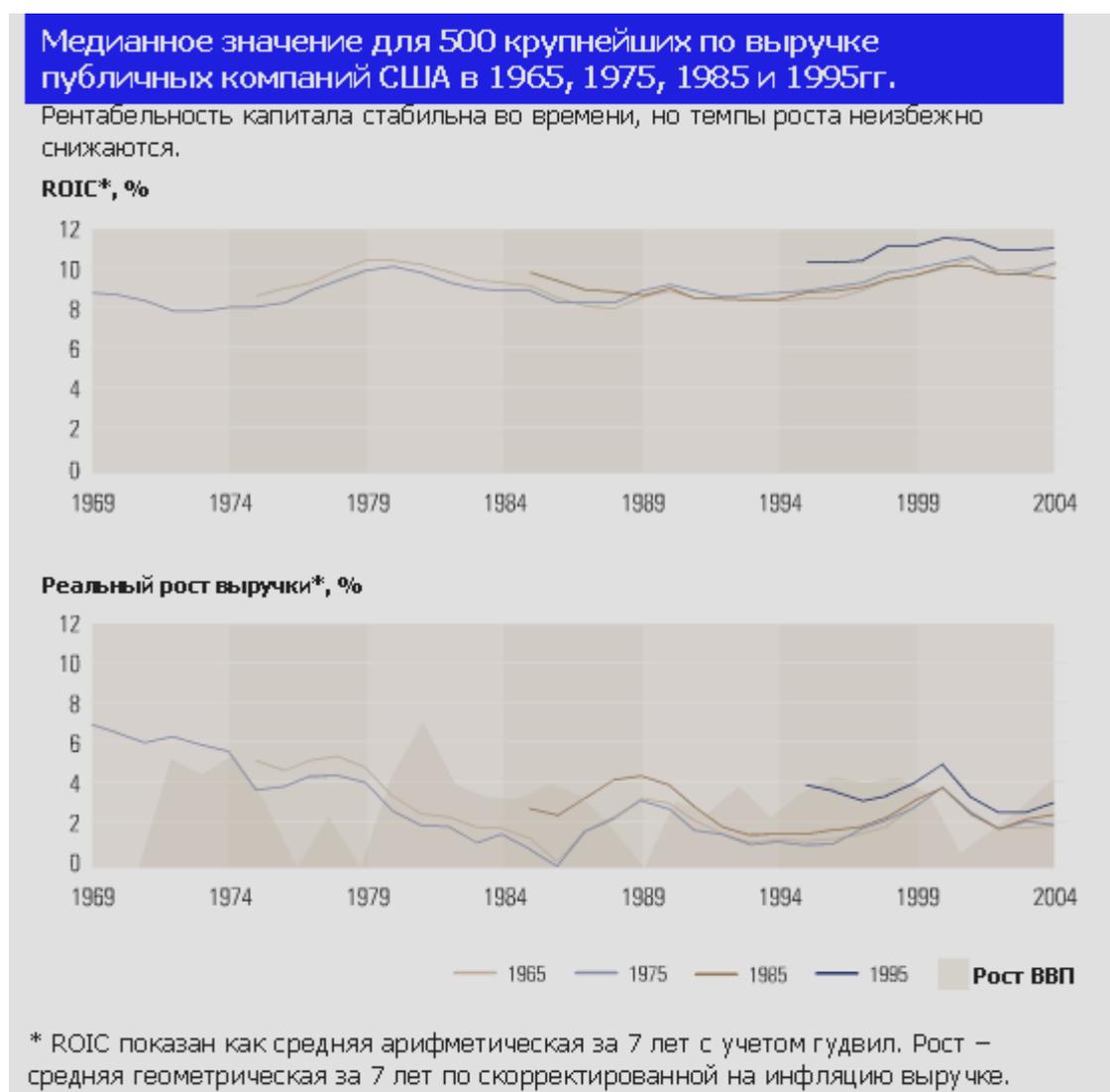
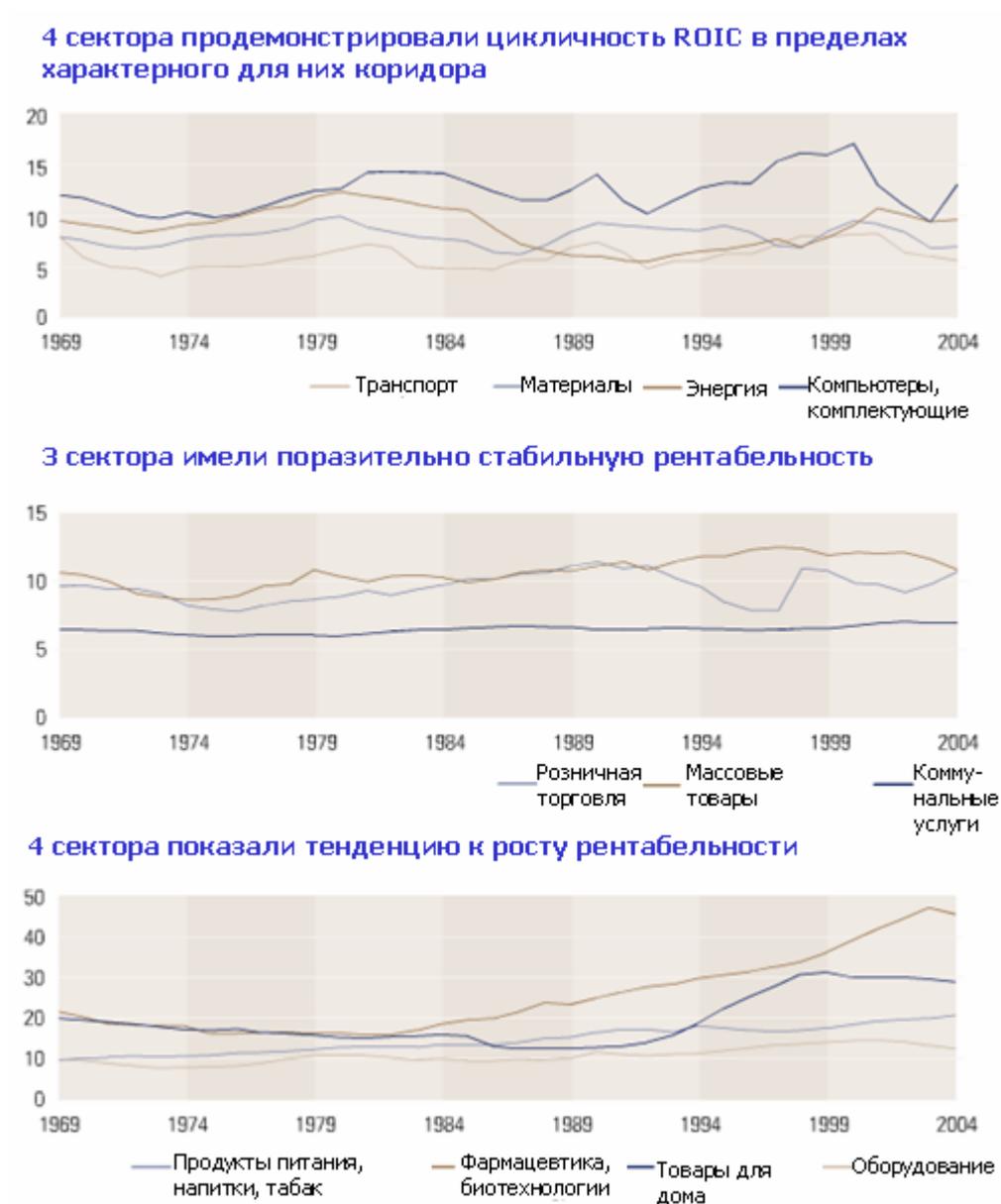


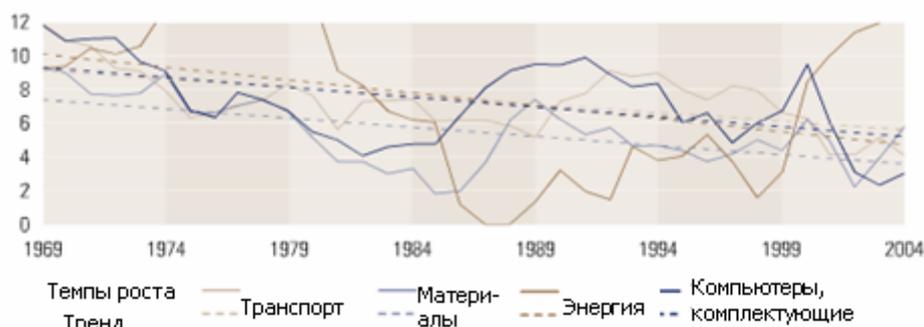
Рисунок 5: Отраслевая динамика рентабельности капитала



500 крупнейших по выручке публичных компаний США в 1965. Отрасли определены в соответствии с Глобальным Отраслевым Классификационным Стандартом. Не включают сектора, где было менее 5 компаний в 2004г.

Рисунок 6: Отраслевая динамика темпов роста выручки

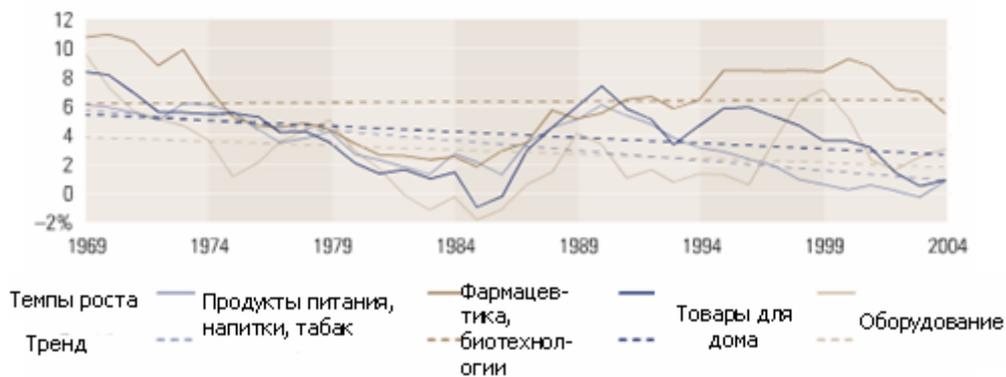
Однако рост неизбежно снижается в циклических секторах...



... и в стабильных секторах.

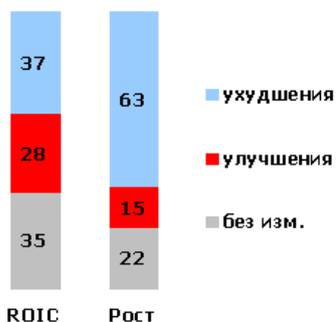


Фармацевтика – единственное исключение.



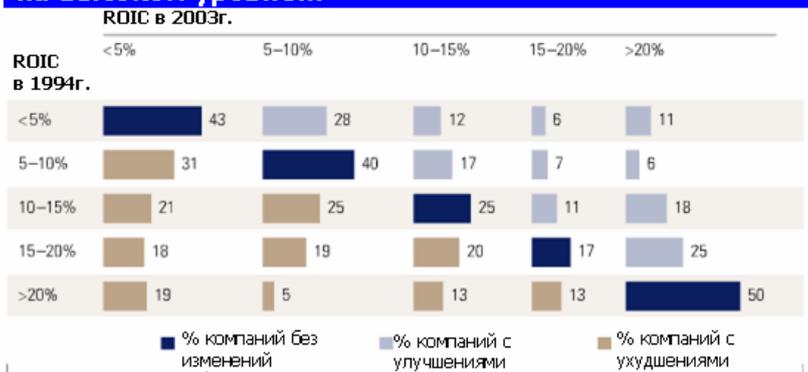
500 крупнейших по выручке публичных компаний США в 1965. Отрасли определены в соответствии с Глобальным Отраслевым Классификационным Стандартом. Не включают сектора, где было менее 5 компаний в 2004г.

Рисунок 7: Анализ отдельных компаний



Средние за три года рентабельность и темпы роста реальной выручки всех публичных компаний США с реальной выручкой более \$ 200 млн.

Отдельные компании способны поддерживать ROIC на высоком уровне...



...но оказываются не в состоянии удерживать высокие темпы роста



Практические шаги по внедрению модели управления стоимостью бизнеса

технологии управления стоимостью (Value Based Management)

ключевые факторы стоимости

внутренние и внешние механизмы улучшения бизнеса

Усиление конкуренции, активные интеграционные процессы, глобализация рынков, происходящие в настоящее время, выдвигают повышенные требования к качеству управленческих инициатив. Компаниям постоянно приходится принимать решения о внешних улучшениях, оптимизирующих портфель активов. Возникает потребность в адекватных инструментах оценки инвестиционной привлекательности как уже существующих бизнес-единиц, так и вновь приобретаемых активов. В то же время, необходимо обеспечивать контроль над текущей деятельностью, стимулировать менеджмент на поиск и реализацию внутренних улучшений бизнеса. Наконец, компания должна обеспечить привлечение капитала с минимальными издержками, оптимизировать налоговое бремя и другое. Для решения данных задач финансовые директора различных компаний, как на развитых, так и на развивающихся рынках используют технологии управления стоимостью (Value Based Management). При этом целью создания модели управления стоимостью становится разработка оптимального механизма принятия решений в компании, использование которого позволит гарантировать акционерам максимальные значения свободного денежного потока при минимальных значениях рисков уже в среднесрочной перспективе.

Процесс управления стоимостью проходит три основных этапа (рис.1).

1. выработка корпоративной стратегии, нацеленной на максимальное приращение стоимости компании для акционеров и определение дизайна модели создания стоимости (рис. 2).

На данном этапе происходит исторический анализ финансово – экономической эффективности деятельности компании и структуры бизнеса, который позволяет уточнить состав деловых единиц в рамках ключевых направлений деятельности и выявить факторы стоимости с использованием внутренней информации компании, информации от потребителей, поставщиков, участников фондового рынка. При анализе бизнеса акцент делается на характеристике отрасли и перспективах ее развития, конкурентном окружении компании, сложившемся уровне эффективности компании, способности к внутренним и внешним улучшениям.

Создание модели управления стоимостью компании предполагает определение стратегических целей и разработки системы показателей, обеспечивающей руководителей релевантной информацией о результатах работы их менеджеров и возводящей максимизацию стоимости в ранг главной краткосрочной и долгосрочной финансовой цели. Ключевые факторы успеха обычно разбиваются на две группы: финансовые и нефинансовые, отвечающие, соответственно, финансовым и нефинансовым (маркетинговым, инновационным, производственным, кадровым, информационным) стратегическим целям компании. Таким образом, формируется систему рычагов, оказывающих прямое или опосредованное влияние на создание стоимости компании. Разработка системы показателей маркетинговой, инвестиционной финансовой и основной деятельности компании позволяет оценить вклад каждого направления деятельности с точки зрения стоимости и создает основу для регулярных изменений в компании.

2. внедрение системы ключевых факторов в процесс принятия управленческих решений – построение стратегического планирования и оперативного управления на принципах максимизации акционерной стоимости.

Сформированная в соответствии с общими принципами системы управления стоимостью и особенностями каждого бизнеса система показателей позволяет осуществлять

оперативный и стратегический контроль над деятельностью каждой бизнес-единицы. На данном этапе по всем бизнес единицам осуществляется постатейный прогноз величины денежных потоков на основе сценарного анализа. Формируется матрица зависимости денежных потоков от разных вариантов инвестиционной нагрузки компании. Определяется рейтинговая таблица зависимости роста стоимости отдельных бизнес – единиц компании в зависимости от увеличения инвестиций (таким образом, будут сформированы критерии эффективности для новых инвестиционных проектов). В результате значение стоимости может быть определено в рамках нескольких сценариев развития: сохранения существующей модели бизнеса, реструктуризации за счет приобретения или продажи отдельных активов (рис.3). Таким образом, «стоимостной» анализ позволяет сформулировать рекомендации по внутренним (повышение эффективности) и внешним (изменение структуры активов и направлений деятельности) улучшениям для каждой бизнес единицы, разработать целевые задания по ключевым факторам стоимости.

В общем виде процедуры, осуществляемые в рамках стратегического и оперативного планирования и управления, могут быть сведены к следующему:

- определение различных сценариев развития бизнеса компании в среднесрочной перспективе по разным бизнес - направлениям (разработка инвестиционной стратегии компании, в том числе в региональном и продуктовом разрезе);
- определение экономически обусловленного объема инвестиций компании в будущем, позволяющего максимизировать стоимость (данная рекомендация будет, в том числе, базироваться на принципе положительной экономической прибыли);
- внедрение целевых нормативов деятельности (KPI - key performance indicators) для различных активов и для географических дивизионов;
- выход на целевую структуру капитала компании, максимизирующую стоимость всего бизнеса;
- разработка целевых параметров финансирования компании (Разработка финансовой модели внешних и внутрикорпоративных займов финансовой группы, использование новых долговых инструментов, при различных сценариях стоимости заимствований компании).
- разработка долгосрочной политики в области дивидендных выплат;
- разработка комплексной интегрированной системы риск - менеджмента (ERM - Enterprise risk management), позволяющей выявлять, анализировать, оценивать и управлять всей совокупностью рисков компании.

Основные задачи инвестиционной деятельности в рамках данного этапа у большинства компаний включают:

- разработку математической модели и комплекса формальных процедур по управлению стоимостью компании;
- разработку инвестиционного регламента компании с глоссарием, методологией анализа эффективности инвестиционных решений, методикой принятия решения о реализации инвестиционных программ, анализом ключевых коэффициентов влияния инвестиционных программ на стоимость компании в целом;
- разработку и внедрение инвестиционной стратегии управления активами компании в среднесрочной и долгосрочной перспективе. При определении оптимальной структуры активов учитываются сроки окупаемости проекта, возможности выхода из него, стоимость привлечения капитала и т.д.
- разработку региональных инвестиционных стратегий;
- оптимальное структурирование сделок по приобретаемым и продаваемым активам, направленное на максимизацию экономического результата в рамках концепции управления стоимостью при минимизации рисков по конкретным проектам, а также определение целевых стоимостных параметров данных сделок, в рамках концепции повышения стоимости компании.

3. проведение институциональных изменений на уровне компании, исходя из стратегии развития и стоимостной модели бизнеса, включающих организационную структуру, внедрение новых систем отчетности, систем мотивации и вознаграждения, увязанных со стоимостью компании, изменение корпоративной культуры вследствие развития стоимостного стиля мышления в компании, разработка адекватной системы коммуникаций с инвесторами.

Для эффективного функционирования компании чрезвычайно важным шагом является разработка и внедрение системы вознаграждения и оценки результатов деятельности, призванной не только оперативно вскрывать обнаруживающиеся проблемы, но и мотивировать работников. Основной целью внедрения системы мотивации, основанной на стоимости, является преодоление агентских разногласий. Максимизация стоимости компании возможна только при действии менеджмента в интересах акционеров (собственников). Компании, использующие управление на принципах стоимости, увязывают вознаграждение менеджеров среднего и низшего звена с достижением определенных целевых значений ключевых факторов стоимости, а менеджменту высшего звена выдаются опционы на акции компании. Таким образом, система вознаграждения, построенная на принципах увязки с эффективностью работы конкретных подразделений и, соответственно, стоимостью компании, формирует предпринимательскую культуру и делает причастными к приращению стоимости управленцев всех уровней.

Итак, модель управления стоимостью позволит ответить на вопросы:

- о возможности формирования стоимостной синергии в рамках продажи компании целевому профильному инвестору, с рекомендацией относительно его отраслевой специфики (либо группе инвесторов с различной отраслевой спецификой),
- о целесообразности продажи части акций портфельным инвесторам,
- о целесообразности совмещения обеих моделей, с выявлением целевой структуры капитала
- о целесообразности разделения компании по частям и продажи бизнес – единиц профильным энергетическим компаниям
- о целевой структуре капитала, а также о целевых существенных условиях продажи активов – интервале стоимости, оптимальных сроках и т.д.

На основе накопленного опыта консультантов и практиков можно выделить несколько основных условий для успешной разработки и внедрения системы управления стоимостью в компании. К ним относятся:

- поддержка проекта по внедрению модели стоимостного управления компанией со стороны высшего руководства, обеспечение ясности понимания целей и задач стоимостной идеологии всеми сотрудниками компании. Для этого организуются обучающие презентации и семинары по методике управления стоимостью для менеджеров разного уровня ответственности
- организация эффективного взаимодействия и информационного обмена между всеми заинтересованными участниками процесса. Информация – важнейший ресурс при реализации управленческих инициатив. Фактически качество разработки стратегии компании и модели бизнеса являются функцией от полноты и достоверности данных о рынках и внутренней среде компаний. Для того, чтобы провести стоимостной анализ бизнеса требуется собрать и проанализировать информацию о рынках, данные финансового и управленческого учета
- совершенствование механизмов принятия решений, входящих в компетенцию производственного и финансового персонала
- интеграция принципов управления стоимостью в процесс планирования, анализ стратегических вопросов в тесной связки с особенностями каждой деловой единицы, а не на основе «универсальных» принципов, единых для всех бизнес-единиц
- единообразные и простые в применении формы отчетности и модели стоимостной оценки, облегчающие работу менеджеров

- увязка системы поощрения с созданием стоимости
- оценка потребностей в капитале и людских ресурсах на основе стоимости.

план наращивания стоимости

оценка стоимости существующего портфеля активов

оценка максимальной потенциальной стоимости компании с учетом внутренних и внешних улучшений

формирование набора целевых показателей

определение требований к организационной структуре исходя из стратегии развития и стоимостной модели бизнеса

- Разработка дерева стоимости компании - выявление денежных бизнес единиц (corporate cash units) группы для их консолидации в кластеры одного порядка. Анализ исторической операционной и финансовой информации по денежным бизнес единицам.

- Выявление факторов стоимости по основным бизнес единицам компании и их группировка в зависимости от корреляции денежных потоков между собой.

Рис. 1. Шаги по внедрению модели управления стоимостью

разработка модели стоимости

Анализ стоимости компании и структуры бизнеса существующей модели

Разработка дерева стоимости компании

Выявление факторов стоимости по основным бизнес единицам компании и их группировка в зависимости от корреляции денежных потоков

наращение стоимости

стратегическое планирование стоимостью

Анализ возможностей внутренних и внешних улучшений

Разработка стратегии инвестирования

Разработка значение целевых показателей на уровне компаний и бизнес-единиц

Мониторинг и управление ведущими факторами стоимости

оперативное управление стоимостью

Разработка и внедрение адаптированных к цели создания стоимости оперативных показателей в бизнес-планирование и бюджетирование

институциональные изменения

Разработка и внедрение ориентированных на стоимость систем отчетности

Разработка и внедрение системы мотивации и вознаграждения, увязанная со стоимостью Компании

изменение корпоративной культуры

Система коммуникаций с инвесторами

Рис. 2. Стратегия, управленческие решения и СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

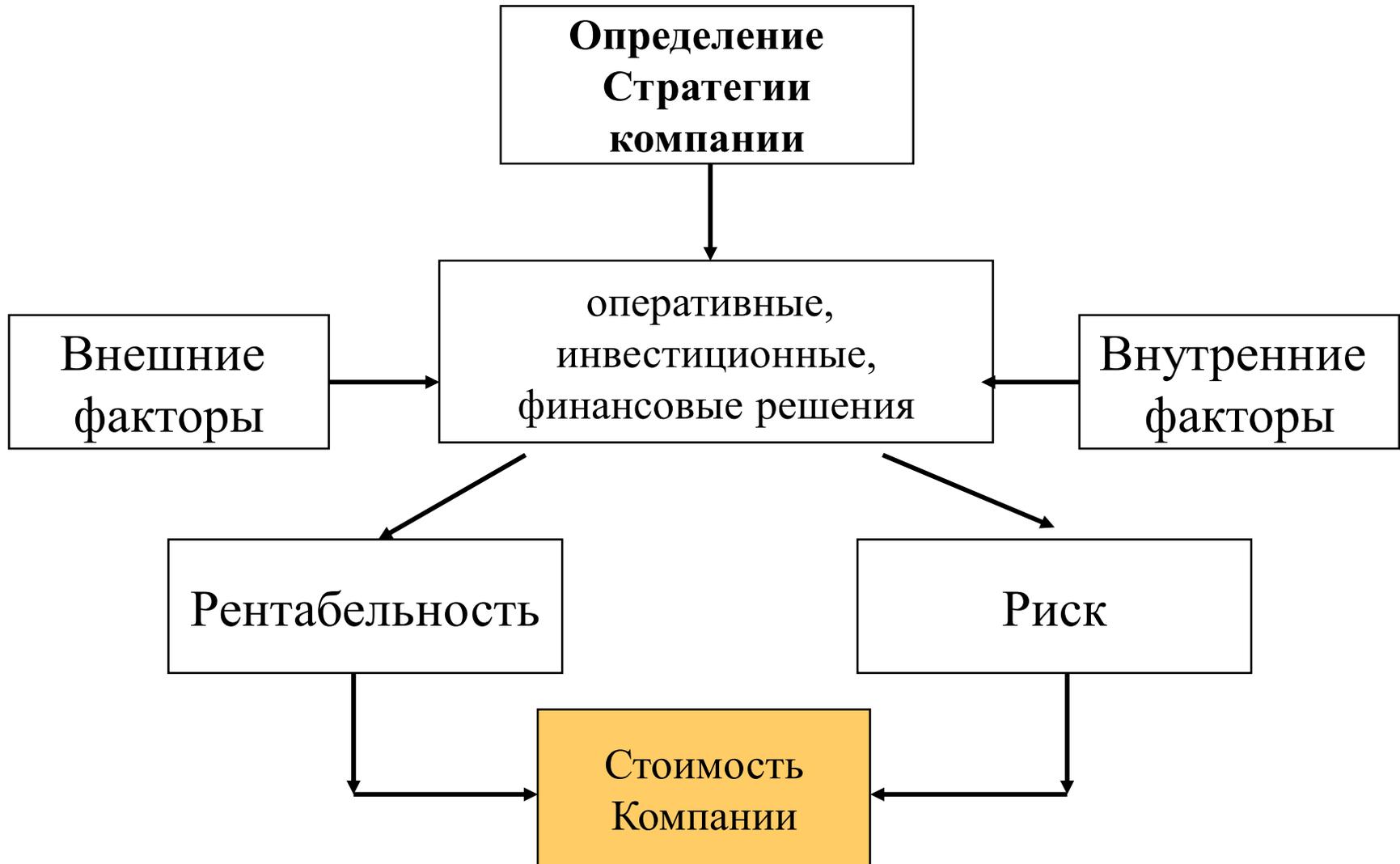
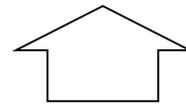


Рис. 3. Источники увеличения стоимости компании



80 % слияний и поглощений не создают стоимости

4. Модель управления стоимостью бизнеса

1. Основные принципы системы управления стоимостью бизнеса
И.А. Бут, руководитель практики стратегического планирования V-RATIO BCC
Ю.Н. Пономарева, аналитик департамента инвестиционно-банковского бизнеса и прямых инвестиций ИФК "Алемар"
2. Место корпоративной стратегии в процессе создания стоимости
Ю.В. Волков, консультант по финансам нефтяной компании ТНК-ВР, старший преподаватель Школы бизнеса МГУ им. М.В. Ломоносова
3. Анализ стратегической позиции компании
С. Б. Николаев, генеральный директор консалтинговой компании «Гармоничное развитие систем»
4. Система сбалансированных показателей и управление стоимостью бизнеса
Е.Д. Вайсман, к.э.н., профессор кафедры «Экономика и финансы» Южно-Уральского университета
Т.А. Кузнецова, к.э.н., доцент кафедры «Экономика и финансы» Южно-Уральского университета
5. Определение ключевых финансовых факторов стоимости бизнеса
В.В. Масленников, д.э.н., профессор Государственного университета управления
А.Ф. Юрченко, начальник отдела инвестиций и ценных бумаг ООО «Трансазот»
6. Баланс рентабельности и роста для устойчивого создания стоимости
Д.А. Янев, главный специалист Отдела стратегического развития нефтепереработки и сбыта Департамента стратегического развития Главного управления стратегического развития и инвестиционного анализа ОАО ЛУКОЙЛ.
7. Практические шаги внедрения модели управления стоимостью бизнеса
Н.В. Голубчиков, вице президент, Abn Amro Bank
И.В. Никитушкина, к.э.н., доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова

Традиционные и стоимостные показатели эффективности деятельности компании

системы финансовых показателей

модель Дюпона

рентабельность активов (ROA)

рентабельность собственного капитала (ROE)

показатель устойчивого роста (sustainable growth rate)

показатель дисконтированного денежного потока - DCF

экономическая прибыль

общая доходность для акционеров - TSR (total shareholder value)

общая доходность бизнеса - TBR (total business return)

добавленная рыночная стоимость (MVA - market value added)

добавленная денежная стоимость (CVA - cash value added)

Неоднородность подходов к анализу эффективности деятельности компаний порождает различные **системы финансовых показателей**. Система показателей эффективности - это не просто набор индикаторов. Она заложена в основу стратегического и оперативного управления компанией, определяет видение бизнеса и способы его функционирования и развития. В соответствии с критерием учета рисков и альтернативных издержек выделяют систему традиционных показателей эффективности, основанных на данных бухгалтерского учета, и показатели эффективности на базе концепции управления стоимостью. Система традиционных финансовых показателей ориентируется на повышение эффективности операционной деятельности, постоянном получении положительных финансовых результатов деятельности и положительного операционного денежного потока. На первый план выходят такие показатели как для рынка, рост, издержки производства, ликвидность, социальные факторы. Система показателей эффективности, отражающих стоимостную философию, позволяет выстраивать политику оценки, планирования и управления стратегическим развитием компании. Так как эффективность стратегического долгосрочного развития компании проявляется на фондовом рынке, то данная система ориентирована на управление как внутренними (фундаментальными) факторами стоимости, так и ожиданиями субъектов фондового рынка.

Наиболее обобщающими индикаторами эффективности финансово-хозяйственной деятельности являются показатели рентабельности, базирующиеся на расчете чистой прибыли компании за период (рентабельность от инвестиций - ROI (return on investments), рентабельность собственного капитала - ROE (return on equity), рентабельность активов ROA (return on assets)). Данные показатели характеризуют эффективность использования инвестиций, капитала и активов соответственно. При соотношении чистой прибыли, количества акций в обращении и их цены получаем прибыль на акцию EPS (earnings per share) и соотношение рыночной цены и прибыли – P/E ratio (price per earnings), отражающие инвестиционную привлекательность компании для акционеров.

Для анализа и управления традиционными показателями рентабельности обычно применяют индексный метод и метод подстановок, представляющие собой разновидности факторного анализа коэффициентов.

При анализе показателей рентабельности необходимо:

- определить на основании каких составляющих формируется данный показатель (провести анализ индексным методом)
- оценить какие из выделенных составляющих, и в какой степени привели к изменению обобщающего показателя (провести анализ методом цепных подстановок)

- определить какие составляющие, в какой степени и в каком направлении следует изменить для того, чтобы достигнуть максимальной эффективности.

Одна из самых распространенных систем контроля и управления, основанных на традиционных показателях - *Модель Дюпона* – разработана и впервые применена международной химической компанией "Du Pont de Nemours" в 1919 году. Претерпев ряд изменений и улучшений, она до сих пор активно используется в практике финансового планирования и управления.

В основу модели был положен "Треугольник Дюпона" (рис.1), демонстрирующий как изменение коэффициентов рентабельности продаж, оборачиваемости активов и показателя отношения активов к собственному капиталу отражаются на рентабельности капитала компании.

В процессе анализа на основе модели Дюпона сначала исследуется *рентабельность активов (ROA)*. Этот показатель раскладывается на две составляющие: рентабельность продаж и оборачиваемость чистых активов. Далее каждая из составляющих раскладывается на компоненты, поддающиеся непосредственному управлению на практике (рис.2,3). Так, причинами изменения рентабельности продаж могут быть изменения себестоимости продукции и изменения объема продаж - факторы, которые можно регулировать на уровне оперативного управления. В модель включено большое количество взаимосвязанных показателей, причем характер взаимосвязи между ними описывается с помощью индексного метода.

Развитием модели Дюпона стало факторное разложение *рентабельности собственного капитала (ROE)* компании. Этот показатель является наиболее важным с точки зрения собственников компании, так как отражает количество чистой прибыли, приходящееся на единицу собственного капитала. С показателем рентабельности активов данный индикатор связан через структуру долгосрочных источников финансирования компании, рассчитанной как отношение всех активов компании к собственному капиталу¹. При его расчете необходимо скорректировать прибыль компании на величину налогового щита, образуемого вследствие использования заемных средств. Доход, выплаченный компанией кредиторам (процентные выплаты) не облагается налогом на прибыль. В результате этой поправки происходит переход от операционной прибыли компании, используемой при расчете ROA, к чистой прибыли после налогообложения, используемой при расчете ROE.

$$\text{Корректировка: } \frac{(P - I) * (1 - T)}{P}$$

где P - операционная прибыль;

I - сумма процентов по кредиту;

T - ставка налога на прибыль;

1-T - налоговый щит.

Итак, рентабельность собственного капитала зависит от изменений уровня рентабельности продаж, оборачиваемости чистых активов и соотношения заемного и собственного капиталов. Увеличение доли заемных средств в структуре капитала компании приводит к росту отдачи собственного капитала. Однако слишком большая величина финансового рычага способствует сильной волатильности чистой прибыли компании, что сопряжено с повышенным риском.

Для выявления факторов, вызывающих изменения в модели Дюпона тех или иных составляющих рентабельности применяют метод цепных подстановок. С помощью метода цепных подстановок можно определить влияние изменения цены продукта и его себестоимости на изменение рентабельности продаж. Обозначим рентабельность продукции базисного и отчетного периода как k0 и k1, соответственно. Тогда

¹ Если брать конечным показателем в первоначальном варианте модели Дюпона не ROA, а ROI тогда для расчета рентабельности собственного капитала финансовый рычаг компании рассчитывается как величина инвестированного капитала, отнесенная к величине собственного капитала компании

$$k_0 = \frac{P_0}{S_0} \text{ и } k_1 = \frac{P_1}{S_1}$$

или

$$k_0 = \frac{S_0 - CGS_0}{S_0} \text{ и } k_1 = \frac{S_1 - CGS_1}{S_1}$$

где: P_0, P_1 – операционная прибыль (Profit) в базисном и отчетном периодах, соответственно;

S_0, S_1 - выручка от продаж (Sales) в базисном и отчетном периодах, соответственно;

CGS_0, CGS_1 – себестоимость реализованной продукции (Cost of Goods Sold) в базисном и отчетном периодах, соответственно.

Изменение рентабельности за анализируемый период $\Delta k = k_1 - k_0$.

Применяя метод цепных подстановок, можно выявить влияние фактора изменения цен продукта:

$$\Delta k_s = \frac{S_1 - CGS_0}{S_1} - \frac{S_0 - CGS_0}{S_0}$$

и влияние фактора изменения себестоимости:

$$\Delta k_{CGS} = \frac{S_1 - CGS_1}{S_1} - \frac{S_1 - CGS_0}{S_1}$$

Сумма факторных отклонений составит общее изменение рентабельности продаж за период:

$$\Delta k = \Delta k_s + \Delta k_{CGS}$$

Разумеется, прибыль на собственный капитал (ROE) может быть рассчитана непосредственно как отношение чистой прибыли к собственному капиталу. Однако схема Дюпона показывает влияние отдельных элементов и способствует формированию синтетического взгляда на финансовое положение компании.

В данной системе особое место занимает анализ роста основных показателей компании, особенно ее прибыли, связывающий дивидендную политику компании, стратегию развития и потенциал роста. Базовым является **показатель устойчивого роста (sustainable growth rate)**, используемый для прогнозирования денежных потоков, прибыли и других показателей деятельности компании.

$$SG = \frac{RE}{E_0}$$

где RE - реинвестированная прибыль (Retained Earnings),

E_0 - собственный капитал на начало периода (Equity).

Данный показатель отражает прирост капитала за счет внутренних источников компании – ее чистой прибыли и раскладывается на следующие компоненты:

$$\text{Устойчивый рост} = \frac{RE}{E_0} = \frac{RE}{NPAT} \times \frac{NPAT}{E_1} \times \frac{E_1}{E_0} = \text{Коэффициент реинвестирования} \times$$

\times Рентабельность собственного капитала \times Годовой прирост капитала.

где NPAT - чистая прибыль (Net profit after taxes)

Следовательно, экономический рост в контексте долгосрочного развития компании тем устойчивее, чем больше коэффициент реинвестирования и рентабельность собственного капитала. Рост можно обеспечить за счет увеличения собственного капитала, однако последствием такого решения будет увеличение выплат дивидендов, в то время как реинвестированная прибыль с точки зрения традиционной системы финансовых показателей является «бесплатным» источником финансирования.

Наиболее значимым показателем с точки зрения стратегического управления является **показатель дисконтированного денежного потока - DCF**, характеризующий текущую

стоимость будущих поступлений денежных средств компании от основной, финансовой и инвестиционной деятельности. Он является базой для расчета других индикаторов, используемых при оценке стоимости компаний и инвестиционных проектов (чистая приведенная стоимость – NPV, внутренняя доходность инвестиций – IRR).

Основным преимуществом большинства «бухгалтерских» показателей является легкость их расчета и стандартизация. Они рассчитываются на базе публичной отчетности, что упрощает процедуру сравнения показателей различных компаний. По ним имеются существенные базы данных, на основе которых можно проводить анализ и выстраивать статистические и математические модели.

Система традиционных финансовых показателей позволяет определить финансовое состояние компании на дату составления финансовой отчетности. В результате анализа менеджмент компании может определить:

- какой финансовый результат получила компания в результате деятельности в отчетном периоде;
- насколько компания платежеспособна, и какова ликвидность ее активов, не грозит ли ей банкротство;
- каков поток денежных средств, сгенерированных компанией за период;
- насколько эффективно используется капитал компании;

Кроме того, данные традиционной системы финансовых показателей способствуют выявлению тенденций и закономерностей развития компании в исследуемый период:

- динамики доходов компании за период - растет ли прибыль, уменьшается или остается относительно неизменной;
- динамики платежеспособности компании - нет ли тенденции к чрезмерному сокращению ликвидности;
- динамики движения денежных потоков от различных видов деятельности компании (финансовой, операционной, инвестиционной);
- динамики рентабельности активов компании - наблюдается ли рост производительности;

Комплексность и взаимосвязь традиционных финансовых показателей позволяет определить факторы, которые положительно или отрицательно влияют на финансовое состояние компании:

- внешние факторы (обменные курсы валют, изменение цен на ресурсы и т.д.)
- внутренние факторы (производительность, эффективность управления запасами, управления дебиторской и кредиторской задолженностью и т.д.)

На основании анализа традиционных финансовых показателей менеджмент компании может оценить эффективность операционной деятельности и выработать рекомендации, направленные на улучшение финансового состояния в следующем периоде. Расчет показателей не сопровождается никакими дополнительными издержками для компании, в отличие от применения стоимостных моделей и индикаторов, для внедрения которых необходимо привлекать «дорогостоящих» внешних консультантов.

Однако, большинство традиционных показателей базируется на данных финансовой отчетности, которая подвержена искажению в целях ухода от налогообложения или «приукрашивания витрины». В результате полученные результаты оказываются не всегда достоверными, а методология бухгалтерского учета не совпадает с интересами финансового анализа, что вынуждает проводить корректировки показателей.

Выделим ряд причин, способствующих ограничению в анализе и управлении финансово-хозяйственной деятельностью компании традиционных показателей.

1. Сопоставимость величин традиционных показателей нарушается, если за анализируемый период компания изменила хотя бы один из нижеприведенных методов учета:

- Методы оценки запасов: FIFO, LIFO, метод средней стоимости, метод сплошной идентификации;

- Методы начисления износа основных средств: линейный, метод снижающейся балансовой стоимости, производственный метод, метод списания стоимости по сумме чисел лет;
- Методы оценки стоимости активов: доходный, затратный, сравнительный;
- Учет активов компаний при слияниях и поглощениях: метод покупки (purchase method), метод объединения интересов (pooling method);
- Формы лизинга: финансовый (capitalization of leases), операционный (noncapitalization of leases);
- Учет обыкновенных акций: по справедливой стоимости, по сумме затрат акционеров;

Различия по вышеперечисленным пунктам даже при одинаковых исходных данных обуславливают различие (и притом значительное) в оценках ключевых показателей финансовой отчетности, что приводит к несопоставимости уровней ряда динамики и, как результат, неадекватности отражаемой трендовым анализом картины. Аналогичные результаты достигаются при переходе компании на новые стандарты финансовой отчетности и фактах слияния, присоединения или поглощения (M&A).

2. Ограниченность информации о распределении затрат и контроле за инвестициями. Традиционная система контроля затрат не акцентирует внимание на анализе их причин, а просто определяет сумму и место возникновения затрат. На сегодняшний день взаимосвязь между прямыми и косвенными затратами на продукцию изменилась в результате роста расходов на исследования и разработки, упрощения схем производственных процессов и т.д. Кроме того, традиционная финансовая система не позволяет определить полную стоимость разработки продукта в долгосрочном аспекте.

3. Неспособность учитывать деловую среду, в которой функционирует компания и современные требования к организации бизнеса.

Задачи традиционного финансового контроля часто противоречат целям стратегического развития. Так, на основе традиционных финансовых показателей могут быть приняты решения о сокращении затрат на исследования и разработки, последствием которых станет неэффективность компании в будущем.

Традиционная финансовая система не учитывает поведения потребителей и конкурентов, следовательно, не может предупредить о возможных изменениях в отрасли и деловой среде. Ключевые финансовые показатели ориентированы скорее на решение внутренних проблем компании. Они предназначены для сравнения текущих показателей с показателями предшествующих периодов или с нормативами, разработанными для внутреннего применения. На их основе трудно провести объективное сравнение эффективности компании с эффективностью конкурентов.

В бухгалтерских моделях разработка и реализация стратегии проводится лишь на верхнем уровне управления. Показатели, используемые в данных системах, не могут быть универсальными для отдельных подразделений и уровней управления, что усложняет контроль и оценку эффективности деятельности бизнес-единиц.

4. В бухгалтерских показателях на учтены риски.

Традиционные финансовые модели не учитывают связи между рисками и доходностью, таким образом, они не являются индикаторами эффективности деятельности компании для финансовых рынков. Например, показатели рентабельности капитала компании теряют свою значимость как способ сравнения эффективности компании с точки зрения инвестора, если при этом не учитывается риск капиталовложений.

5. Ретроспективность и статичность данных финансовой отчетности.

Эффективность деятельности компании, оцененная на основе традиционных финансовых показателей, это всегда прошлая эффективность компании. На основании этих данных можно только примерно представить, как будет развиваться компания в будущем. А внешние пользователи финансовой информацией, кредиторы и особенно инвесторы,

заинтересованы в том, чтобы как можно более точно спрогнозировать эффективность деятельности компании в будущем.

6. Проблема учета нематериальных активов

Традиционная система показателей не отражает адекватно рыночную стоимость нематериальных активов компании, либо не учитывает их вовсе. Так, бренды компании, интеллектуальный потенциал сотрудников, научные достижения и разработки, еще не воплощенные в продукте не отражаются в системе финансового учета. На сегодняшний же день именно инвестиции в НИОКР и персонал являются одним из основных конкурентных преимуществ компаний, обеспечивающих им будущее.

7. Конфликт интересов собственников и управляющих.

Собственники компании заинтересованы в увеличении своего благосостояния, которое проявляется в увеличении стоимости их компании. При этом вознаграждение менеджеров привязано в конечном итоге к операционному показателю прибыли. В результате, менеджмент может стремиться увеличить в отчетном году прибыль компании, даже если это приведет в будущем к потере конкурентных преимуществ и сокращению доходов компании.

В концепции управления, нацеленного на стоимость, вводится ряд новых показателей деятельности компании, которые позволяют перевести корпоративную стратегию в числовое измерение ключевых показателей. Возможность количественно оценить стратегию, долгосрочные инвестиции, решения о внутренней и внешней реструктуризации, а также эффективность работы менеджмента посредством единого показателя позволяют говорить о разработке финансовых метрик. На базе применяемой метрики формулируются оперативные задачи, определяются основные направления улучшений в компании.

Аналитики различных консалтинговых компаний и академическая наука предлагают множество модификаций финансовых показателей, характеризующих способность компании создавать стоимость (рис. 4). Все представленные показатели ориентированы на оценку роста внутренней (фундаментальной) стоимости компании. Первая группа показателей акцентирует внимание на рыночной стоимости акций и не пригодна для использования для организации принятия стратегических и оперативных решений компании. Они скорее служат общими индикаторами «здоровья» компании на рынке капитала и интересны для котируемых компаний. Ограниченность использования показателей, основанных на рыночных измерителях, объясняется волатильностью рыночной цены акций и ее значением котировки акций на конкретную дату. Менеджменту и собственникам важны не сиюминутные котировки, а долгосрочный рост стоимости акций.

Показатели, основанные на денежных потоках и на остаточном доходе, активно используются в практике стратегического финансового управления стоимостью компании. Каждый из них имеет свои достоинства и ограничения (таб.1)

Однако желание найти наиболее объективную оценку положения дел в компании и уйти от чисто бухгалтерских показателей, вызывают трудности, связанные со сложностью расчета, отсутствием общепризнанных индикаторов и плохой сопоставимостью результатов между компаниями.

При выборе финансовой метрики компании, как правило, опираются на собственные субъективные представления об их значимости. Но следует помнить, что сложность и комплексность показателя не всегда гарантирует эффективную оценку деятельности компании. Более того, на разных уровнях управления могут быть использованы различные показатели, как финансовые, так и не финансовые, в зависимости от определения ключевых факторов, которые влияют на стоимость.

Показатель общей доходности для акционеров - TSR (total shareholder value) - является одним из наиболее важных индикаторов создания стоимости для собственников. Он отражает общий доход, полученный инвестором от владения акциями данной компании,

как правило, это сумма разницы курсовой стоимости акций компании и дивидендов за определенный период. TSR используется для сравнения итогов деятельности компании с аналогичными компаниями отрасли или рынком в целом. **Показатель общей доходности бизнеса - TBR (total business return)** – внутренний аналог предыдущего показателя, используется для внутреннего бизнес-планирования как открытых, так и закрытых акционерных компаний при разработке целевых ориентиров по созданию стоимости разными бизнес-единицами. Он позволяет менеджерам находить компромисс между прибылью, ростом и свободным потоком денежных средств, а также измерять вклад каждого подразделения в общее увеличение стоимости компании.

Основным операционным показателем, которым руководствуется менеджер, нацеленный на управление стоимостью, является экономическая прибыль. **Экономическая прибыль** базируется на принципе включения в издержки компании расходов на привлечение капитала и характеризует превышение доходности инвестированного капитала над стоимостью этого капитала.

ECONOMIC PROFIT = (RATE OF RETURN – COST OF CAPITAL) x CAPITAL

RATE OF RETURN – рентабельность инвестированного капитала

COST OF CAPITAL – затраты на капитал

CAPITAL – величина инвестированного капитала

Фактически, экономическая прибыль - это разница между тем, что компания зарабатывает за данный период времени, и тем минимумом, который она должны заработать, чтобы удовлетворить требования своих инвесторов. Если за определённый период времени компанией был получен доход, не достаточный с точки зрения инвесторов, они могут принять решение о поиске более эффективного варианта приложения капитала. В результате, несмотря на положительный результат деятельности компании по данным бухгалтерской отчётности, инвесторы изымут капитал из бизнеса, что свидетельствует об их неудовлетворительной оценке деятельности компании. Впоследствии данный индикатор модифицировался в целом направление управления стоимостью (EVA), которое приобретает все больше сторонников в теории, однако, в виду своей специфики ограниченно применяется на практике.

В качестве показателя рентабельности инвестиций используются различные показатели, среди которых, рентабельность инвестированного капитала (return on invested capital - ROIC или return on capital employed - ROCE) и показатель денежного потока от инвестиций (CFROI - cash flow return on investment). Данные показатели являются скорректированной величиной рентабельности от инвестиций (ROI) и имеют финансовый смысл. При расчете дохода от инвестиций используется показатель чистой операционной прибыли (NOPAT- net operating profit).

С концепцией экономической прибыли и EVA также связаны другие индикаторы, такие как **добавленная рыночная стоимость (MVA - market value added)** и **добавленная денежная стоимость (CVA - cash value added)**, в основе которых лежит сравнение различных показателей со средневзвешенными затратами на капитал.

MVA - критерий создания стоимости, акцентирующий внимание на рыночной капитализации и рыночной стоимости заемных источников финансирования. В системе управления, нацеленного на стоимость, рыночная капитализация, отражающая, мнение сторонних инвесторов о политике, проводимой компанией и способности менеджмента использовать капитал, приобретает большое значение. На конкурентном рынке капитала, компания, имеющая устойчивую положительную динамику капитализации, имеет больше возможностей для привлечения капитала и более низкую средневзвешенную стоимость капитала.

Добавленная рыночная стоимость рассчитывается как разница между рыночной оценкой инвестированного капитала и его первоначально стоимостью:

$MVA = \text{Рыночная стоимость долга} + \text{рыночная капитализация} - \text{совокупный капитал}$

Однако, стоимость компании, сформированная на фондовом рынке, не всегда является объективной и обоснованной. Так, корпоративные скандалы (Enron, Worldcom и др.) показали, что фондовый рынок подвержен риску недобросовестной информации, а «мыльный пузырь» на NASDAQ, что он не в состоянии оценить компании, основной актив которых – нематериальные активы (высокотехнологичные компании). Помимо этого рыночная стоимость компании может быть существенно искажена под действием краткосрочных спекулятивных тенденций на рынке. Определённая по данным фондового рынка стоимость компании на конкретную дату может быть завышена или занижена в результате краткосрочных тенденций, характерных для рынка в целом либо исключительно для данной компании. Таким образом, на рыночную стоимость оказывают влияние многие факторы, часть из которых неподконтрольна менеджменту компании.

Данный показатель, с одной стороны, позволяет увидеть сильные и слабые стороны бизнеса с точки зрения потенциальных инвесторов и существующих акционеров, которые могут реализовать свои права, продав акции, ориентируясь на рыночную стоимость. С другой стороны, привязка оценки результатов работы компании и мотивационных схем к данному индикатору может привести к тому, что руководство будет принимать решения, оказывающие краткосрочное влияние на курсовую стоимость акций, но разрушающие стоимость в долгосрочной перспективе (например, программы сокращения затрат за счет масштабного сокращения бюджета НИОКР).

Добавленная экономическая стоимость имеет устойчивую положительную корреляцию с рыночной стоимостью компании:

Market value = Invested capital + present value of future EVAs.

Стоимость компании = инвестированный капитал + приведенная стоимость будущих EVA.

Будущее EVA обуславливается двумя источниками: продолжением деятельности на достигнутом уровне и улучшениями EVA. Если к инвестированному капиталу добавить капитализированное значение текущей EVA, то получится так называемая текущая операционная стоимость (current operation value - COV). Текущая операционная стоимость показывает какой будет рыночная стоимость, если рынок капитала ожидает неизменную эффективность создания EVA в бесконечном будущем. Капитализированная текущая EVA равна текущей величине EVA делённой на стоимость капитала.

Капитализированную величину улучшений EVA называют стоимостью будущего роста (future growth value - FGV). Она равна приведённой стоимости (present value) ожидаемых улучшений EVA, дисконтированных по стоимости капитала.

Market Value = current operation value (COV) + future growth value (FGV)

= invested capital + capitalized value of current EVA + capitalized value of expected EVA improvement

Данная взаимосвязь между стоимостью компании и величиной EVA предполагает, что показатель EVA оказывает определяющее воздействие на рыночную стоимость акций компании. Этот вопрос был исследован западными специалистами, в частности самим автором модели EVA. Stewart проанализировал взаимосвязь между EVA и MVA на основе данных о 618 американских компаниях за период начала 80-х гг. Его выводы были следующими: EVA и MVA в значительной степени коррелируют друг с другом, за исключением того, что связь между отрицательными EVA и MVA не является устойчивой. Stewart объяснял это, в частности, тем, что возможность поглощения, ликвидации или, напротив, финансового выздоровления оказывает влияние на рыночные ожидания, а следовательно, и на рыночную стоимость акций компании. Например, стоимость компании, имеющей большой объем основных средств, как правило, будет отражать стоимость этих активов, что может компенсировать слишком низкую или отрицательную рентабельность. С другой стороны, как правило, рынок «не верит», что низкая рентабельность инвестиций в компанию может вечно оставаться низкой. Рынок нередко склонен ожидать улучшения в долгосрочном периоде. Если величины EVA

положительны, то это тем более верно. В таком случае рыночная оценка стоимости основывается на предположениях о потенциале роста рентабельности, а не на ожиданиях ликвидации или поглощения. Stewart также отметил, что связь между EVA и MVA является более тесной, если рассматривать относительные изменения этих показателей по годам, а не их абсолютные значения.

Безусловно, рассмотренный перечень показателей управления стоимостью не является исчерпывающим. Каждая консалтинговая компания стремится разработать свой собственный показатель и выдать этот продукт на рынок для продажи, что порождает многообразие показателей, имеющих незначительные отличия и схожую смысловую нагрузку.

Рисунок 1. Треугольник Дюпона

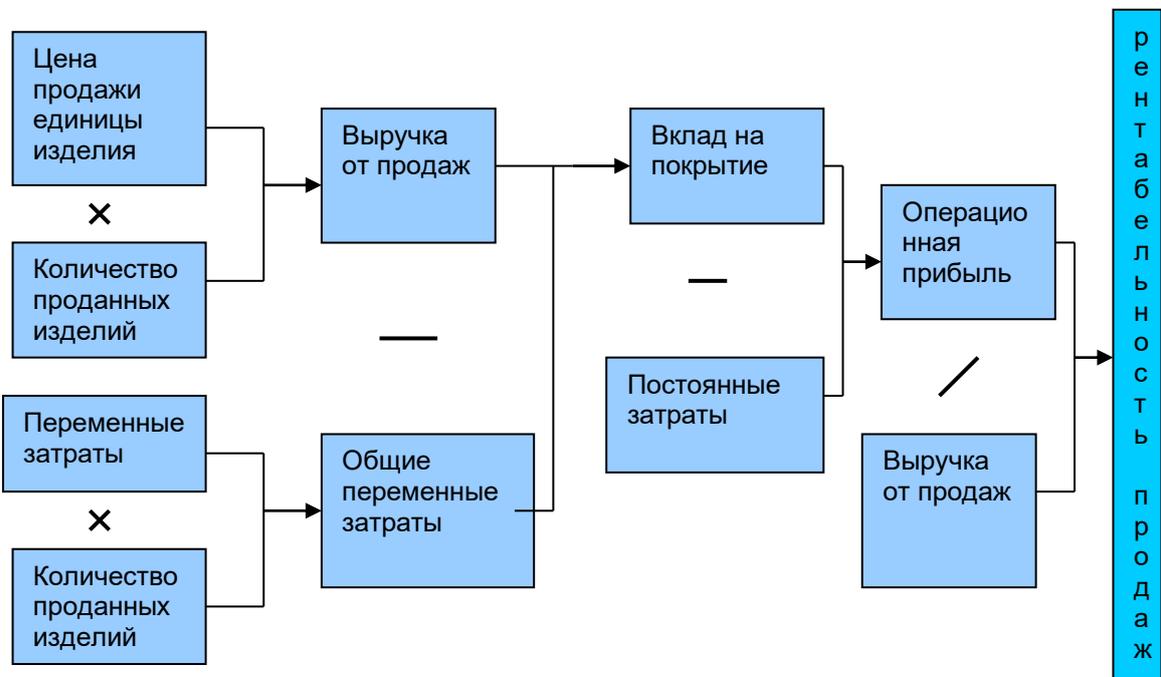
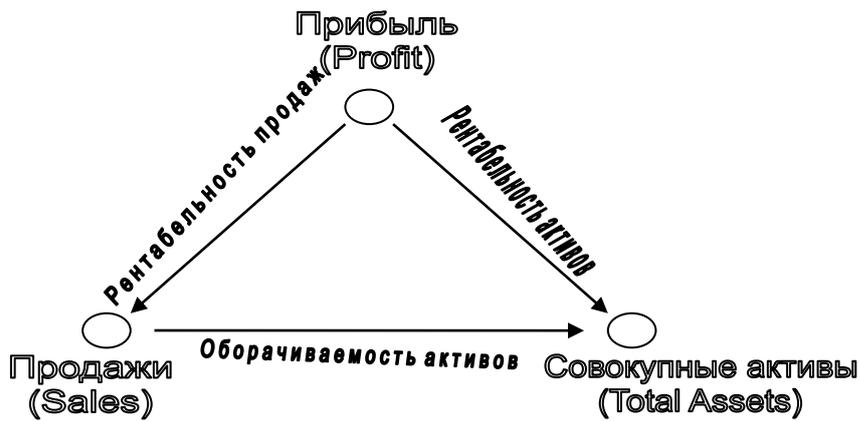


Рисунок 2. Формирование показателя рентабельности продаж.

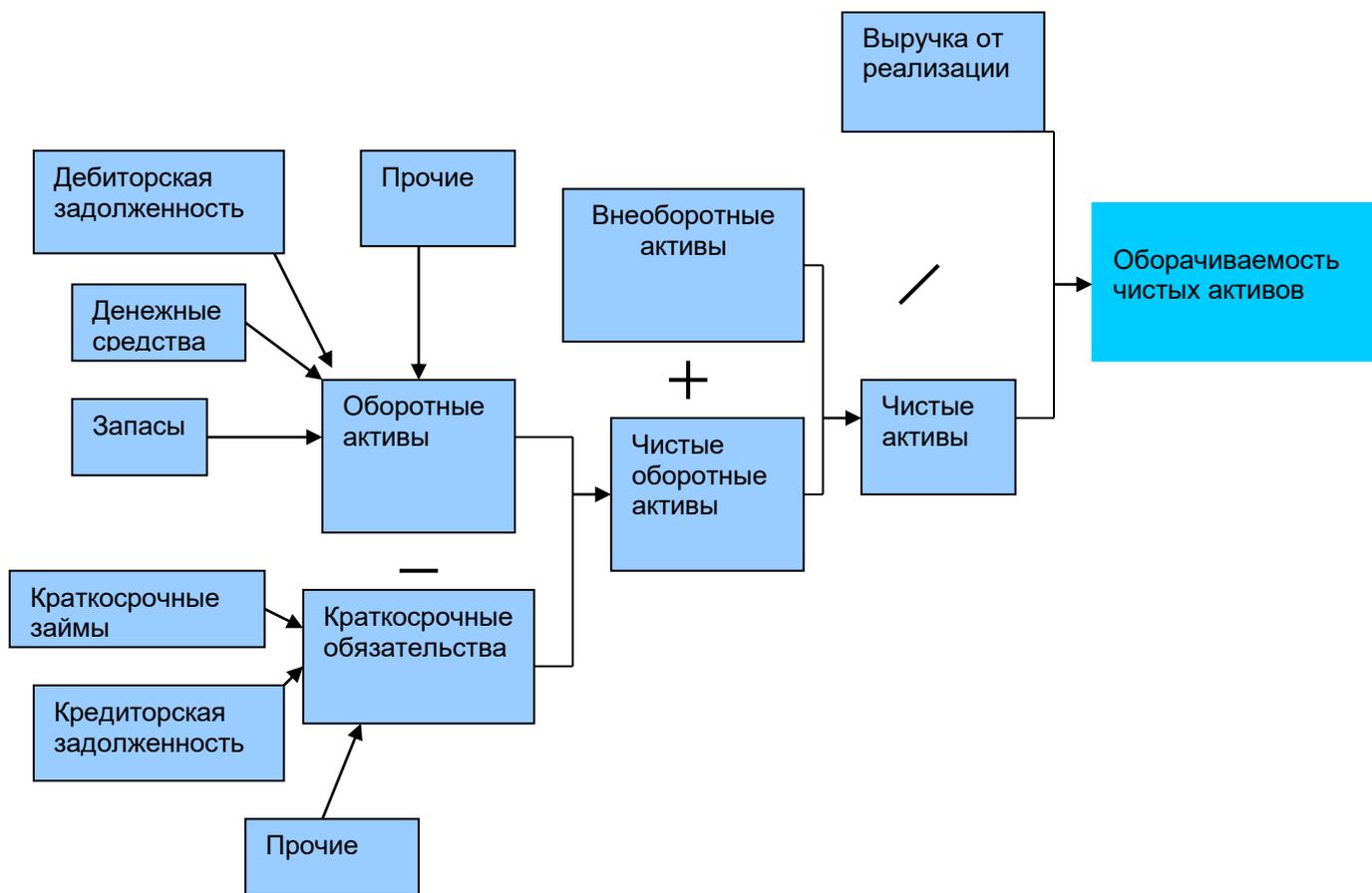


Рисунок 3. Формирование показателя оборачиваемости чистых активов.

Рисунок 4. Показатели управления стоимостью

- **Основанные на рыночных измерителях**

TSR (total shareholder return) - показатель общей доходности для акционеров

MVA (market value added) - добавленная рыночная стоимость

- **Основанные на денежных потоках**

Free cashflow (free cash flow) – свободный денежный поток

CFROI (cash flow return on investment) - показатель денежного потока от инвестиций

- **Основанные на остаточном доходе**

EVA (economic value added) – добавленная экономическая стоимость

CVA (cash value added) – добавленная денежная стоимость

SVA (shareholders value added) – добавленная стоимость акционерного капитала

Таблица 1. Достоинства и ограничения показателей, используемых в традиционном и стоимостном управлении

Показатель	Формула		Преимущества	Недостатки
Показатели, основанные на расчете финансового результата компании.				
ROI	$\frac{(NI + Interest*(1-T))}{BVassets}$	Отн.	<p>Простой расчет</p> <p>Доступная трактовка</p> <p>Сопоставимость с другими компаниями</p>	<p>Сильные искажения, вызванные методами учета, объемом и продолжительностью инвестиционного проекта</p> <p>Отсутствует учет инфляции</p>
ROE	$\frac{(NI + Interest*(1-T))}{BVassets}$	Отн.	См. ROI	См. ROI Чувствительность к левериджу, игнорирование риска
EPS	NI/ Shares outstanding	Отн.	<p>Простой расчет</p> <p>Доступная трактовка для акционеров</p> <p>Сопоставимость с другими компаниями</p>	<p>Зависимость от методов учета</p> <p>Игнорирование рисков, потребности компании во вложениях в активы, дивидендной политики, временной стоимости денег</p>
Показатели, основанные на анализе денежных потоков компании.				
CFROI	$\frac{Cash\ inflows}{Cash\ outflows}$	Отн.	<p>Сопоставимость с другими компаниями</p> <p>Учет инфляции</p> <p>Учет экономической сущности активов, сближение с финансовым подходом к анализу</p>	<p>Необходимы корректировки первичных данных</p> <p>Сложность расчета будущих денежных потоков</p>
Показатели, основанные на остаточном доходе.				
EVA	NOPAT – CE *WACC	Абс.	<p>Учитывает: альтернативные издержки, риски, забалансовые счета</p> <p>Согласование интересов менеджеров акционеров</p> <p>Доступность расчета</p> <p>Понятная трактовка для всех уровней управления</p> <p>Может быть использован для малых и закрытых компаний, а также для бизнес-единиц</p>	<p>Не учитывает денежные потоки</p> <p>Текущий рост EVA не обязательно увеличивает долгосрочную стоимость</p> <p>Необходимость многочисленных корректировок</p> <p>Несопоставимость с другими компаниями</p> <p>Рост EVA не обязательно ведет к увеличению стоимости компании за период</p>

SVA	SV – Prestrategy SV	Абс.	Учитывает риски Рассчитывается за весь срок жизни проекта Характеризует создание стоимости для акционеров Учитывает изменения балансовых стоимостей и амортизацией активов	Несопоставим с другими компаниями Сложность и субъективность прогноза будущих денежных потоков Трудоемкость расчетов
CVA CVA index	OCF – OCFD PV (OCF)/PV (OCFD)	Абс. Отн.	Фиксирован во времени в реальном выражении Использование потоковых показателей Учет затрат на капитал в явной форме Простота трактовки и сопоставимость Нет искажений, вызванных балансовыми данными	Трудноосуществимый расчет денежных потоков каждого периода Разделение инвестиций на стратегические и нестратегические по признаку создания стоимости
Показатели, основанные на рыночных измерителях				
MVA	MVA = Рыночная стоимость долга + рыночная капитализация – совокупный капитал	Абс.	Простота расчета и интерпретации Привязка к ожиданиям рынка	Невозможность применения для непубличных компаний Невозможность контроля со стороны менеджмента «внешних» факторов
TSR	разница курсовой стоимости акций компании + дивиденды за определенный период	Абс.	Простота расчета Прямая связь с потоком к акционеру	Невозможность применения для непубличных компаний Невозможность контроля со стороны менеджмента «внешних» факторов

Модель экономической добавленной стоимости (EVA) в стратегическом анализе компании

*экономическая добавленная стоимость (EVA – Economic Value Added)
экономической прибыли
спред доходности
корректировки к бухгалтерской отчетности*

Концепция **экономической добавленной стоимости (EVA™ – Economic Value Added)** была разработана специалистами компании Stern Stewart в начале 80-х годов, и служит мерилom стоимости, создаваемой компанией в единичный период времени (рис. 1). Из всех существующих показателей, предназначенных для оценки процесса создания стоимости компании, показатель экономической добавленной стоимости является самым известным и распространенным. По данным компании Stern Stewart&Co в настоящее время более 300 компаний по всему миру успешно используют модель EVA™ в своей деятельности. Среди них такие известные марки, как Coca-Cola, Hewlett Packard, Quaker Oats, AT&T, Boise Cascade Corp. и др. Для многих брокерских фирм, таких как Goldman Sachs и Credit Suisse First Boston, модель EVA™ является базовым методом при подготовке аналитических отчетов по компаниям. Успех модели объясняется её готовностью к практическому применению, поскольку модель предлагает чёткий алгоритм расчета основных составляющих: операционной прибыли и затрат на капитал. По сути, EVA™ идентична понятию **экономической прибыли**, которая уже давно известна мировому экономическому сообществу (рис. 2). Возникновение концепции экономической прибыли относится к временам исследований Альфреда Маршалла, написавшего еще в 1890 г.: «То, что остается от его (собственника или управляющего) прибылей после вычета процента на капитал по текущей ставке, можно назвать его предпринимательской прибылью». Учет «неявных» затрат также предусмотрен в модели EVA™. Помимо зарегистрированной компанией Stern Stewart торговой марки EVA™, многие крупнейшие консалтинговые компании, такие как PWC, McKinsey предлагают свою трактовку показателя EVA.

Важным отличием расчета EVA™ - многочисленные поправки, которые вносятся для устранения существующих в традиционной бухгалтерской отчетности искажений и сближения балансовой и экономической величины капитала, инвестированного в компанию (рис. 3). Поправки необходимы для нивелирования общей направленности традиционной бухгалтерской отчетности на интересы кредитора, а не собственника. Они нацелены на улучшение качества стратегических решений, принимаемых на основе данного показателя.

В целом концепция EVA™ позволяет приблизить финансовую и бухгалтерскую модели анализа компании и внедрить в практику принятия решений два базовых принципа корпоративных финансов: максимизация стоимости для акционеров является самой важной финансовой целью любой компании, зависимость стоимости компании от превышения будущих прибылей платы за капитал.

Идея, лежащая в основе экономической добавленной стоимости, состоит в том, что собственники должны зарабатывать сумму, достаточную для компенсации риска, который они принимают на себя, инвестируя капитал в компанию. Другими словами, инвестированный капитал должен обеспечить, по крайней мере, такую же рентабельность, как инвестиции с аналогичным риском на рынке собственного капитала.

Итак, экономическая добавленная стоимость показывает, насколько скорректированная операционная прибыль компании превосходит ее совокупные затраты на привлечение капитала как заемного, так и собственного:

$$EVA^{TM} = NOPAT - CE * WACC,$$

где NOPAT – net operating profit after taxes – чистая операционная прибыль после вычета налогов

CE – capital employed – инвестированный капитал

WACC – weighted average capital costs - средневзвешенные затраты на капитал

Финансовый результат деятельности компании признается положительным, если удастся рассчитаться не только с кредиторами, но и предоставить собственникам ожидаемый доход на инвестированный капитал. Новая стоимость создается лишь тогда, когда компания получает такую отдачу от инвестированного капитала, которая превышает затраты на привлечение капитала. Под инвестированным капиталом в данной концепции понимаются как средства акционеров, так и кредиторов, а соответственно, средневзвешенные затраты на капитал складываются из затрат на собственные и заемные средства:

$$WACC = \sum_i w_i * r_i,$$

где w_i – доля заемных или собственных средств в общем размере инвестированного капитала

r_i – затраты на данный вид инвестированного капитала

Расчет затрат на капитал должен базироваться на рыночной стоимости заемного и собственного капитала. Фактически, стоимость компании увеличивается, если отдача на инвестированный капитал выше, чем средневзвешенные затраты на капитал, выполняющие роль барьерной ставки, характеризующей допустимую эффективность инвестиций. Возможна ситуация, когда вложение средств в инвестиционный проект покрывает издержки на заемный капитал и согласно бухгалтерскому подходу данный проект имеет смысл осуществлять, однако при этом не будет достигнута требуемая доходность на собственный капитал. С точки зрения создания стоимости данный проект не имеет смысла внедрять, необходимо искать альтернативное использование средств.

Чистая операционная прибыль после вычета налогов может быть представлена через доходность инвестированного капитала:

$$NOPAT = ROCE * CE \text{ где,}$$

ROCE – доходность инвестированного капитала.

Тогда экономическая прибыль может быть определена следующим образом:

$$EVA^{TM} = (ROCE - WACC) * CE$$

Разность ROCE – WACC принято называть спредом доходности. *Спред доходности* может быть положительной величиной, тогда в компании заработана доходность, превышающая требуемую инвесторами. Напротив, отрицательный спред означает, что требования инвесторов не выполнены и их альтернативные варианты вложений в другие компании были бы более удачными. В этом случае стоимость для инвесторов компании не только не добавлена, но частично разрушена. EVA^{TM} становится отрицательной величиной и показывает снижение инвестиционной стоимости компании. Наконец, если фактическая доходность инвестированного в компанию капитала совпадает с требуемой инвесторами, спред равен нулю, а стоимость для инвесторов компании не добавлена, но и не разрушена. Заработанная чистая операционная посленалоговая прибыль покрывает лишь выплаты по долгам и требуемую доходность по собственному капиталу.

Рост величины инвестированного капитала также приводит к росту или падению экономической прибыли, в зависимости от знака спреда. Если спред положительный, то рост инвестированного капитала, будет позволять добиваться все более высоких значений экономической прибыли в будущие периоды. Если же спред отрицателен, то высокие темпы роста капитала будут все больше разрушать стоимость компании. Таким образом, темпы роста играют роль «усилителя» преумножая или разрушая стоимость компании в зависимости от того, качественный бизнес (спред – положителен) или нет (спред доходности – отрицателен).

В соответствии с концепцией EVA™, существует четыре основных способа создания стоимости:

- 1) увеличение рентабельности уже задействованных в операционной деятельности активов путем более эффективного управления без дополнительного инвестирования капитала. Данный результат может достигаться через увеличение объема продаж и цен, а также за счет снижения издержек;
- 2) инвестирование дополнительного капитала в проекты, рентабельность которых превышает затраты на капитал, вовлеченный в реализацию проекта;
- 3) повышение эффективности управления активами как посредством продажи активов, которые имеют для потенциальных покупателей большую ценность, чем для компании, так и путем повышения эффективности использования капитала за счет увеличения оборачиваемости оборотного капитала и уменьшения длительности производственного цикла.
- 4) управление структурой капитала - снижение затрат на капитал, управление долгом, риск-менеджмент. Снижение затрат на капитал, как правило, не может быть достигнуто без уменьшения производственного риска, что обычно требует изменения модели бизнеса. Что же касается эффекта финансового рычага, то его использование лишь незначительно воздействует на WACC через налоговый щит.

Предлагаемые пути увеличения EVA™ являются довольно простыми и очевидными мерами повышения эффективности деятельности, но рассмотренные через призму стоимостного подхода.

Для устранения ограничений бухгалтерских показателей, вызванных существующими принципами учета (принцип начислений, консервативный подход к учету сделок) и приближения их к задачам стратегического анализа, необходимо провести ряд корректировок значений инвестированного капитала и чистой операционной посленалоговой прибыли (рис. 4). Как показывает практика, чем дольше существует компания, тем больше поправок необходимо внести, чтобы получить адекватную величину инвестированного в активы капитала. Разработчики показателя EVA™ предлагают для более точного отражения экономической эффективности деятельности компании более 160 корректировок, однако реальное количество вносимых поправок определяется индивидуально для каждой компании.

Наиболее существенными **корректировками к бухгалтерской отчетности** являются:

- **Капитализация нематериальных активов.** Часть нематериальных активов, например НИОКР, расходы на маркетинговые исследования, обучение персонала обеспечивает получение выгод в будущем. Стоимость таких активов для расчета EVA™ должна капитализоваться, а не списываться на текущие расходы. Таким образом, величина инвестированного капитала должна быть скорректирована на величину капитализованных нематериальных активов за вычетом накопленной амортизации. На величину амортизации анализируемого периода должна быть скорректирована величина чистой операционной прибыли после вычета налогов. Подобные поправки позволяют избежать мотивации на краткосрочные действия в области инвестиций и расходов в ущерб долгосрочных интересов компании
- **Амортизация репутации.** При расчете EVA™ репутация рассматривается как актив, стоимость которого не утрачивается, поскольку не происходит ни физического, ни экономического старения. По этой причине при расчете величины капитала прибавляется накопленная амортизация репутации, а при расчете чистой операционной посленалоговой прибыли – прибавляется амортизация за рассматриваемый период. Похожие проблемы возникают и при анализе других нематериальных активов уже отраженных в отчетности: торговых марок, товарных знаков. В их отношении необходимо устанавливать ценность и конкурентоспособность актива в каждом отдельном случае. Корректирующей поправки не подвергаются такие активы как патенты, лицензии, обладающие строгой юридической основой, формирующей границы возможного периода извлечения выгод.

- Отражение затрат на стратегические изменения¹ в компании, например расходы на реструктуризацию и связанные с ними случайные прибыли (убытки) от продажи активов. Подобные дополнительные расходы можно трактовать как необходимые инвестиции для поддержания будущей эффективности компании, следовательно, расходы на реструктуризацию должны быть капитализированы. Одновременно случайные прибыли (убытки) от продажи активов не должны отразиться на величине операционного результата анализируемого периода. Корректировка на стратегические инвестиции может представлять управленческий интерес:

для капиталоемких компаний в силу существенных затрат на введение новых мощностей, для растущих компаний в связи с большими объемами стратегических инвестиций, сопровождаемых отложенным синергетическим эффектом.

- Отражение забалансовых источников финансирования (лизинг, аренда, секьюритизация). Использование лизинга занижает величину инвестированного капитала, поскольку актив, взятый в лизинг, не входит в инвестированный капитал и уменьшает величину операционной прибыли, поскольку лизинговые платежи представляют неявные выплаты процентов. Инвестированный капитал корректируется путем добавления средней приведенной стоимости арендных платежей, а чистую операционную посленалоговую прибыль посредством добавления процентных платежей с учетом налогового щита. Аналогичным образом осуществляется возвращение секьюритизированных активов.

- Избежание учета «начисленных расходов». Данные расходы являются будущими расходами и не должны учитываться при оценке эффективности текущего периода. Кроме того, они часто экономически неоправданны и легко поддаются манипулированию. К ним относятся резервы, возникающие вследствие использования метода начисления (LIFO-резерв, резерв по сомнительной дебиторской задолженности и т.д.), отложенные налоговые обязательства. Например, LIFO-резерв показывает разницу между оценкой запасов по методу LIFO и оценкой по методу FIFO. Метод LIFO, как правило, приводит к занижению стоимости товарно-материальных запасов, поэтому сумма такого резерва включается в расчет стоимости капитала. Увеличение суммы резерва за текущий период прибавляется к сумме прибыли для расчета величины чистой операционной посленалоговой прибыли.

Также общая сумма отложенных налогов прибавляется к величине инвестированного капитала. Для расчета величины чистой операционной посленалоговой прибыли прирост суммы отложенных налогов за рассматриваемый период также прибавляется к сумме прибыли.

В результате осуществления данной корректировки достигается сближение показателя прибыли с показателем денежного потока, что позволяет более точно увидеть картину деятельности компании.

Для выбора необходимых корректировок, учитывающих специфику бизнеса, эксперты предлагают ответить на ряд вопросов:

- Оказывает ли корректировка существенное влияние на значение показателя? Компании необходимо задавать критерии отклонений для признания необходимости корректировки в количественном выражении
- Увеличивает ли корректировка возможность корректного определения стоимости компании?
- Оказывает ли корректировка существенное влияние на решения, принимаемые менеджментом компании?
- Насколько трудоемкой и затратной оказывается корректировка?

В зависимости от доступной информации и необходимой точности выделяют три алгоритма расчета экономической добавленной стоимости:

¹ Стратегическими принято считать инвестиции, выгоды от которых проявляются в будущем

- базовая EVA™ - не предполагает осуществление корректировок по бухгалтерской отчетности, по сути, ничем не отличается от экономической прибыли
- открытая EVA™ - делаются ключевые корректировки к бухгалтерской отчетности, обычно до 10 поправок. Данная форма используется чаще всего и отражает баланс между простотой измерения и точностью
- истинная EVA™ - предполагает полный перечень корректировок к бухгалтерской отчетности в соответствии с моделью Стерна-Стюарта.

Характеризуя показатель экономической добавленной стоимости можно выделить ряд его преимуществ:

- возможность оценить прибыль и стоимость компании, учитывая не только бухгалтерские издержки, но и альтернативные возможности вложения средств для компании. Таким образом, модель соответствует принципам финансового подхода к анализу компании;
- тесная связь с созданием стоимости для собственников, большое значение EVA™ приводит к высоким котировкам акций компании;
- возможность сконцентрировать внимание на приоритетных направлениях стратегического управления, модель позволяет моделировать, проводить мониторинг и оценку любых решений с использованием одного и того же фундаментального подхода – создание или разрушение стоимости по мере реализации решений;
- возможность оценки и применения в компаниях разного типа: закрытые и публичные компании, крупные и малые;
- универсальность (возможность избежать необходимости использования ряда показателей эффективности для подразделений, менеджеров, проектов) и гибкость показателя (возможность включения большого числа корректировок);
- возможность контролировать увеличение долга и рост риска компании, т.к. при расчете EVA™ учитываются все забалансовые счета, позволяющие завышать бухгалтерские результаты
- возможность учитывать финансовые и деловые риски, присущие компании;
- возможность оценки качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении;
- возможность учитывать ресурсы стратегического характера, не получившие достаточного отражения в официальной финансовой отчетности, например, интеллектуальный капитал, репутация.
- возможность расчета EVA™ для каждого подразделения или продукта. Это становится реально, если в компании ведется учет по принципу Activity based costing (ABC- учет по видам деятельности). Использование данного подхода способствует возможности оценки эффективности работы подразделений, что особенно актуально при внедрении принципов управления стоимостью. Суть этого ABC заключается в том, что затраты рассчитываются для каждого продукта или клиента, а не просто распределяются пропорционально размеру прямых затрат, как это принято в традиционном учете. Традиционный учет позволяет анализировать лишь компанию в целом и сильно искажает картину, когда речь идет о подразделениях. Безусловно, остается часть затрат, таких как оплата работы высшего руководства или работа единых служб предприятия, которые необходимо распределить в некой пропорции по продуктам или клиентам, но эта часть не искажает общую картину. Для применения ABC необходимо разработать систему центров затрат (cost center) и адаптировать существующие системы дополнительными возможностями ведения учета по отдельным центрам затрат. Эта процедура позволяет лучше оценивать результаты деятельности компании в рамках внедрения стоимостного мышления. Однако, на уровне бизнес-единиц могут возникнуть проблемы их

взаимозависимости (трансфертные цены, совместное производство), что может исказить величину EVA™.

Все перечисленные выше преимущества экономической добавленной стоимости, а также относительная простота расчета, легкость и доступность интерпретации, при сохранении смысловой нагрузки, сделали данный показатель одним из наиболее используемых в практике.

Основными ограничениями концепции экономической добавленной стоимости являются:

1. для компаний с большим объемом инвестиций и ожидаемым положительным будущим потоком, показатель экономической добавленной стоимости не будет объективно оценивать эффективность деятельности. Например, деятельность быстрорастущих компаний (операторы телекоммуникационных сетей, компании занимающимися информационными технологиями) целесообразно измерять при помощи рыночной стоимости акций, величины изменения рыночной стоимости акций, роста объема продаж.

2. сложность расчета составляющих, а также необходимость применения корректировок

3. увеличение экономической добавленной стоимости за рассматриваемый период не всегда означает рост стоимости компании. Это может произойти в следующих случаях

- рост EVA™ может быть вызван принятием дополнительного риска, что выражается в росте будущих затрат на капитал
- рост EVA™ в краткосрочном периоде может быть вызван факторами, имеющими негативные последствия в долгосрочной перспективе (например, изменение системы вознаграждения или сокращения затрат на НИОКР)

4. по мнению ряда критиков, показатель экономической добавленной стоимости акцентирует внимание на краткосрочной, а не на долгосрочной эффективности деятельности. Действительно, отказ от инвестирования может в краткосрочном периоде увеличить EVA, но снизить в будущем. Некоторые компании отказываются от использования концепции экономической добавленной стоимости, поскольку они реализуют крупные инвестиционные проекты, отдача от которых ожидается по истечении довольно длительного срока.

5. показатель экономической добавленной стоимости не учитывает различие в размере компании, а значит и величине инвестированного капитала, при этом он является абсолютным показателем. Для решения этой проблемы эксперты предлагают использовать коэффициент, отражающий соотношение значения EVA и размера инвестированного в бизнес капитала

6. не выявляет причины возможных проблем. Для устранения данного недостатка эксперты рекомендуют совместное применение концепции экономической добавленной стоимости и сбалансированной системы показателей для измерения и оценки результатов деятельности компании, что позволит сместить акцент с исключительно финансовых показателей, тем не менее, не меняя цели функционирования бизнеса – рост стоимости акционерного капитала.

7. компании могут принимать решения о реализации проектов с отрицательной EVA™, позиционируя их как стратегические. Однако, к стратегическим относят не убыточные проекты, а те которые не приносят достаточной доходности в настоящее время, но способны заработать гораздо больше, чем стоимость капитала в будущем

В рамках управления стоимостью модель экономической добавленной стоимости используется:

- для оценки эффективности выбранной стратегии
- при разработке целевых нормативов для всех уровней менеджмента компании
- для оценки полученных результатов от реализации принятой стратегии и эффективности деятельности подразделений или компании в целом

- при выборе направления инвестирования средств и составлении капитального бюджета
- при разработке оптимальной и справедливой системы вознаграждения менеджмента.

Модель экономической добавленной стоимости может применяться не только для целей внутрикорпоративного управления, но и внешними пользователями, например, аналитиками инвестиционными компаний, а именно:

- для анализа тренда значений цены акций
- для определения будущей цены акций
- для межфирменных сравнений

В то же время экономическая добавленная стоимость, без сомнения, представляет собой показатель, тесно связанный с бухгалтерским учётом. Как справедливо указывает на страницах журнала *European Management Journal* известный эксперт Дейвид Янг, “EVA™ – не панацея и никогда не должна рассматриваться как альтернатива хорошей практики управления. Что EVA™ может сделать, так это помочь высшему руководству создать такую систему стимулирования и контроля, которая бы увеличила вероятность того, что все менеджеры будут управлять фирмой в соответствии с необходимостью создания стоимости для акционеров”.

Рис. 1. EVA™ (economic value added) - показатель добавленной экономической стоимости

- является центральным показателем в стоимостной системе управления
- характеризует объем стоимости, созданной/разрушенной компанией за период
- может применяться в закрытых акционерных обществах
- на практике используется в трех основных областях:
 - ✓ оценка стоимости компании
 - ✓ анализ эффективности работы компании
 - ✓ разработка планов компенсационных выплат специалистам всех уровней управления компанией

Рис. 2. Учетная прибыль versus экономической прибыли

Учетная модель

- ✓ показывает наличие или отсутствие надбавки над фактическими расходами компании;
- ✓ отражает результат того единственного варианта развития, который компания выбрала для себя из всех возможных.

прибыль = валовая выручка - фактические затраты



бухгалтерская модель - эффективна как контроль над текущими операциями

Финансовая модель

- ✓ экономическая прибыль трактуется как надбавка не только над фактическими затратами, но и альтернативными издержками;
- ✓ отражает картину вашего прошлого и настоящего других компаний.

экономическая прибыль = валовая выручка - явные затраты - неявные затраты



финансовая модель – эффективна при анализе стратегических решений

Рис. 3. Основные причины несоответствия балансовой и рыночной стоимости активов

Причина	Комментарии
Длительный срок приобретения актива	Существенное различие между исторической и текущей стоимостью
Некорректная динамика остаточной стоимости активов	Влияние способа начисления амортизации
Существенная доля нематериальных активов	На балансе отражается лишь незначительная часть
Существенное забалансовое финансирование	Баланс занижает величину капитала и чистых активов
Длительный операционный цикл	Увеличивает возможности для субъективного влияния на показатели эффективности

Рис. 4. Поправки, используемые при расчете EVA™

ЕБИТ или Operating profit after depreciation and amortization)

- + Процентные платежи по лизингу
- + Увеличение по сравнению с ценой приобретения запасов, учтенных по методу LIFO
- + Амортизация Гудвилла
- + Увеличение резерва по сомнительным долгам
- + Увеличение затрат на НИОКР долгосрочного характера
- Величина гипотетических налогов

НОРАТ

Балансовая стоимость обыкновенных акций (Book value of common equity)

- + Привилегированные акции
- + Доли меньшинства
- + Отсроченные налоги
- + Резерв ЛИФО
- + Накопленная Амортизация Гудвилла
- + Краткосрочная задолженность, по которой начисляются проценты
- + Долгосрочный заемный капитал
- + Капитализированный лизинг
- + Текущая стоимость некапитализируемого лизинга

Инвестированный капитал

Модель CFROI в системе управления стоимостью

доходность денежного потока на инвестированный капитал или экономическая доходность компании (*cash flow return on investment, CFROITM*)
валовые инвестиции (*gross investment*)
валовые денежные потоки (*gross cash flow*)
ожидаемый срок службы установленных активов
ожидаемая ликвидационная стоимость (*liquidation value*) активов
экономический износ

Эволюция системы управления стоимостью компании и оценки эффективности бизнеса связана с разработкой целой группы так называемых модифицированных показателей, отражающих процесс создания стоимости. Процесс стремительного развития таких показателей начался во второй половине 1990-х- начале 2000-х гг. и не прекращается вплоть до настоящего времени.

Показатель CFROI (*Cash Flow Return On Investments - доходность денежного потока на инвестированный капитал или экономическая доходность компании*) является одним из наиболее известных и самых распространенных показателей этой группы. Он был разработан компанией HOLT Value Associates совместно с Boston Consulting Group (с января 2002 г. компания носит название CFSB Holt и имеет основной офис в Чикаго) и является методикой оценки эффективности на основании экономической прибыли, главным образом используемой портфельными менеджерами, а также в крупных корпорациях.

В отличие от показателя экономической добавленной стоимости (EVA), исчисляемой в долларовом выражении, CFROI – это процентная ставка доходности на инвестиции, основанная на реальных денежных потоках.

CFROI представляет собой приблизительную оценку средней внутренней ставки доходности компании на все ее операционные активы. Учитывающий инфляцию CFROI рассчитывается по посленалоговому денежному потоку, генерируемому растущим объемом различного класса активов (подвергающихся и не подвергающихся износу). С течением времени CFROI снижается до среднего долгосрочного уровня (рис. 1).

CFROI рассчитывается с помощью 4 элементов исходных данных:

- валовые инвестиции (*gross investment*), имеющиеся в существующих активах. Валовые инвестиции = балансовая стоимость активов + накопленный износ + инфляционные корректировки.
- валовые денежные потоки (*gross cash flow*) = операционный посленалоговый доход + амортизация.
- ожидаемый срок службы установленных активов (*n*).
- ожидаемая ликвидационная стоимость (*liquidation value*) активов в конце срока *n* на текущий момент времени.

Рассчитать CFROI можно следующим образом (рис. 2):

1. Определяются денежные притоки в течение экономического срока службы активов. Данный срок рассчитывается как отношение суммарной стоимости активов к амортизационным отчислениям.
2. Рассчитывается величина суммарных активов, которая и будет выступать в качестве оттока денежных средств.
3. Корректируются как оттоки, так и притоки на коэффициенты инфляции, т.е. приводятся к текущим ценам.

4. Вносятся ряд поправок в расчетные величины (денежные потоки, суммарные активы) для нивелирования различных искажений, вызываемых учетными принципами. Так, например, для расчета денежных притоков чистый доход корректируется на суммы амортизации, проценты по заемному капиталу, выплаты по договорам лизинга и т.д. Балансовая стоимость активов корректируется на суммы накопленной амортизации, стоимость имущества, полученного по договорам лизинга и т.д.

5. Показатель *CFROI* в итоге рассчитывается как процентная ставка, при которой суммарные денежные оттоки будут равны суммарным денежным притокам.

Если показатель *CFROI* превышает требуемый инвесторами средний уровень, то компания создает стоимость и наоборот, если *CFROI* ниже требуемой доходности, то стоимость компании будет снижаться.

В этом случае, *CFROI* – это ставка дисконтирования, обеспечивающая равенство чистой приведенной стоимости валовых денежных потоков и ликвидационной стоимости валовым инвестициям). Иначе определяя *CFROI*, его можно представить как размер отложенных ежегодных платежей (экономического износа), позволяющих покрыть стоимость замещения актива по завершении проекта.

$$\text{Экономический износ} = \frac{\text{Стоимость замещения в текущем выражении}}{(1 + \text{стоимость капитала})^n - 1}$$

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Валовые денежные потоки} - \text{экономический износ}}{\text{валовые инвестиции}}$$

Компания способна потенциально увеличить свою стоимость посредством достижения одного из следующих результатов:

- увеличением *CFROI* от установленных активов при заданных валовых инвестициях,
- сокращением скорости приближения *CFROI* к реальной стоимости капитала.

Применяя ставку *ROI* к совокупным активам, можно рассчитать прогноз чистого притока наличности. Этот поток наличности можно продисконтировать к настоящему времени, чтобы получить текущую стоимость компании.

Компания CFSB Holt содержит базу данных по *CFROI* более чем по 18000 компаниям за 10-летний период.

Как уже было отмечено выше, денежный поток на инвестиции фирмы состоит из четырех частей. Первая – это **валовые инвестиции (GI) компании** в ее активы, получаемые добавлением накопленного износа и инфляции к балансовой стоимости. Вторая часть – это **валовой денежный поток (GCF)**, полученный в текущем году по тем активам, величина которых определяется обычно как сумма операционных доходов фирмы после налогообложения и безналичных расходов в виде износа и амортизации. Третья часть представляет собой **ожидаемый срок жизни активов (n)**. **Ожидаемая стоимость активов (LV)** в конце срока жизни в денежном выражении – это последняя часть *CFROI*. *LV* обычно рассматривается как часть первоначальных капиталовложений, таких как земля и здания, которые не обесцениваются, в денежном выражении. *CFROI* – это внутренняя ставка доходности этих денежных потоков, т.е. это ставка процента, которая делает чистую текущую стоимость валовых денежных потоков и сохраняемой стоимости равной валовым инвестициям; *CFROI* может рассматриваться как комбинированная внутренняя ставка доходности в денежном выражении.

С другой стороны, *CFROI* позволяет определить аннуитетный платеж для покрытия ожидаемых издержек замещения активов в конце жизни проекта. Этот аннуитет называется «**экономическим износом**» и рассчитывается следующим образом:

Экономический износ = Издержки замещения в денежном выражении (kc) / ((1+kc)ⁿ-1), где n – ожидаемый срок жизни актива, а ожидаемые издержки замещения определяются в денежном выражении для отражения различия между *GI* и *LV*.

CFROI компании или ее подразделения может определяться так:

$CFROI = (\text{Валовой денежный поток} - \text{Экономический износ}) / \text{Валовые инвестиции}$

Например, пусть балансовая стоимость активов составляет 2431млн. руб., GCF – 390 млн. руб., ожидаемая LV - 607.8 млн. руб., срок жизни – 10 лет. CFROI составляет 11.71%, а реальная стоимость капитала – 8%. Оценка с помощью альтернативного подхода представлена ниже:

Экономический износ = $(2.431\text{млн.} - 0.6078\text{млн.})(0.08) / (1.08^{10}-1) = 125.86\text{млн.}$

$CFROI = (390.00\text{млн.} - 125.86\text{млн.}) / 2431\text{млн.} = 10.87\%$

Различия в значениях ставки реинвестирования, оцениваемой двумя методами, предполагает различия и в значениях CFROI. При первом подходе промежуточные денежные потоки реинвестируются по внутренней ставке доходности; при втором подходе, по крайней мере, часть денежных потоков нуждается в замещении и реинвестируется по стоимости капитала. Фактически, если оценивать экономический износ с использованием внутренней ставки доходности 11.71%, то оба метода могут принести одинаковые результаты.

На первый взгляд, кажется, что показатель *CFROI* идентичен показателю *IRR* (внутренняя норма доходности). При расчете используется текущая величина привлекаемых инвестиций (эквивалент первоначальных инвестиций), предполагается, что денежный поток стабилен в течение всего периода жизни проекта и рассчитывается реальная внутренняя ставка доходности. Но при ближайшем рассмотрении это оказывается не совсем так.

Во-первых, при расчете внутренней ставки доходности не обязательно, чтобы посленалоговый денежный поток был стабилен на протяжении всего жизненного цикла проекта. Подход, использующий показатель *CFROI*, напротив, предполагает, что реальный денежный поток не должен постоянно расти. Данное допущение вполне разумно при сформировавшемся и устоявшемся рынке, но в тоже время этот факт будет уменьшать доходы от проекта при существующем росте. Но, несмотря на это, показатель *CFROI* можно модифицировать таким образом, чтобы он позволял учитывать реальный рост.

Во-вторых, внутренняя ставка доходности проекта или активов базируется на растущих будущих денежных потоках. В показателе *CFROI* заложена возможность учета как уже сложившихся денежных потоков, так и будущих денежных потоков.

Докажем данные утверждения с помощью примера, основываясь на полученных результатах известного специалиста по оценке и управлению стоимостью компании Асвата Дамодарана.

Если подход, основанный на чистом дисконтированном доходе, предполагает использование EVA для повышения стоимости компании, то внутренняя ставка доходности служит основой для использования подхода CFROI. В инвестиционном анализе внутренняя ставка доходности проекта строится исходя из первоначальных вложений и денежных потоков на протяжении всего срока жизни проекта (рисунок 3)

На рисунке CF – это денежный поток после налогообложения, а LV – ожидаемая неизменная стоимость активов проекта. Данный анализ может быть проведен как в

номинальном выражении, так и в реальном, где используются соответственно номинальные и реальные IRR и стоимость капитала.

На первый взгляд, CFROI предполагает то же самое. Данный метод использует валовые инвестиции по проекту в качестве эквивалента первоначальным вложениям, предполагает, что существенные текущие денежные потоки сохраняются на протяжении срока жизни проекта, а также использует реальную внутреннюю ставку доходности. Однако существует несколько существенных различий:

- Внутренняя ставка доходности не требует постоянства денежных потоков после налогообложения на протяжении всего срока жизни проекта. Подход CFROI предполагает, что реальные денежные потоки на активы не увеличатся со временем. Это допущение разумно для инвестиций в развивающиеся компании, но может привести к занижению доходов по проекту в случае реального роста. Заметим, однако, что подход CFROI может быть модифицирован для обеспечения роста фирмы.

- Второе различие состоит в том, что внутренняя ставка доходности проекта или актива основана на растущих денежных потоках. Она не учитывает уже полученные денежные потоки. Подход CFROI, в свою очередь, пытается использовать и полученные и ожидаемые денежные потоки.

Чтобы связать денежные потоки на инвестиции со стоимостью компании, начнем с простой модели дисконтированных денежных потоков для компании со стабильным ростом:

Стоимость фирмы = $FCF_1 / (r_c - g_n)$, где FCF – ожидаемый чистый денежный поток фирмы, r_c – стоимость капитала, g_n – постоянный темп роста. В терминах подхода CFROI эта формула будет выглядеть так:

Стоимость фирмы = $(CFROI * GI - A)(1 - t) - ((CapEX - A) - \Delta WC) / (r_c - g_n)$, где CFROI – денежный поток на инвестиции, A – амортизация, CapEX – капитальные затраты, ΔWC – изменения в оборотном капитале.

Для примера рассмотрим фирму с CFROI – 30%, валовыми инвестициями в 100млн. руб., капитальными затратами в 15млн. руб., амортизационными отчислениями в 10млн. руб. и без изменений в оборотном капитале. Если предположить, что стоимость капитала 10%, налоговая ставка – 40% и темп роста – 5%, то CFROI будет оценен следующим образом:

Стоимость фирмы = $(0.30 * 100 - 10)(1 - 0.4) - ((15 - 10) - 0) / (0.10 - 0.05) = 140$ млн. руб.

Важно отметить, что стоимость компании зависит от таких факторов, как валовые инвестиции, налоговая ставка, темп роста, стоимость капитала и инвестиционные потребности фирмы.

Опытные практики, использующие показатель CFROI осознают тот факт, что на стоимость влияют не только денежные потоки от существующих активов, но и ожидаемые инвестиции. Так, например, Holt Associates, ведущие сторонники подхода CFROI, утверждают, что текущие денежные потоки на инвестиции со временем приближаются к реальной стоимости капитала. Они оценивали этот фактор эмпирическим путем, наблюдая за фирмами в течение определенного периода времени. Получилось, что у компаний с текущим денежным потоком на инвестиции 20% и реальной стоимостью капитала 8% со временем наблюдается снижение денежных потоков на инвестиции. Поэтому стоимость фирмы можно представить в виде суммы следующих слагаемых:

1. *Текущая стоимость денежных потоков на существующие активы:*
 $\sum (CFROI_{air} * GI_{air} / (1 + r_c)^t), t = (1, n)$, где $CFROI_{air}$ – денежные потоки на существующие активы, GI_{air} – валовые инвестиции в существующие активы, r_c – реальная стоимость капитала.

2. *Текущая стоимость дополнительных денежных потоков от будущих инвестиций:*
 $\sum (CFROI_{t,NI} * \Delta GI_t) / (1 + r_c)^t - \Delta GI_t, t = (1, \infty)$, где $CFROI_{t,NI}$ – денежный поток на новые инвестиции, осуществленные в году t, ΔGI_t – величина инвестиций, произведенных в году t отметим, также, что если $CFROI_{air} = r_c$, то данная текущая стоимость равна нулю.

Таким образом, стоимость компании зависит от денежных потоков, приносимых настоящими активами и скорости приближения данных потоков к величине стоимости капитала. В результате этого фирма может увеличить свою стоимость такими способами:

- Увеличить денежные потоки на инвестиции в существующие активы при постоянных валовых инвестициях
- Уменьшить скорость приближения величины денежных потоков на инвестиции к стоимости капитала
- Предотвратить внезапное совпадение CFROI со стоимостью капитала

Связь между CFROI и стоимостью компании может быть менее предсказуема, чем отношения между EVA и стоимостью фирмы отчасти оттого, что это процентное соотношение. Тем не менее, менеджеры в состоянии предпринять некоторые меры по повышению CFROI, при этом не уменьшая стоимость компании.

- *Снижение валовых инвестиций*: если валовые инвестиции на существующие активы снизятся, то CFROI может возрасти. Так как CFROI и валовые инвестиции определяют стоимость, существует возможность увеличения CFROI в целях повышения стоимости фирмы.

- *Отказ от будущего роста*: CFROI, даже больше чем EVA, основывается на существующих активах и не принимает во внимание рост. Насколько менеджеры увеличат CFROI при отказе от будущего роста, настолько может возрасти стоимость компании.

- *Риск выбора*: так как для оценки увеличения или уменьшения стоимости CFROI сравнивается с реальной стоимостью капитала, во внимание принимается только часть имеющегося риска. Стоимость фирмы все же является текущей стоимостью ожидаемых будущих денежных потоков. Поэтому, даже увеличив разрыв между CFROI и стоимостью капитала, компания может продолжать терять свою стоимость, если преимуществом для нее является более высокая стоимость капитала, а не величина CFROI.

Таким образом, увеличение CFROI само по себе не является индикатором роста стоимости фирмы, так как этот рост мог произойти за счет более низких темпов роста или более высокой величины риска.

Но все же, в большинстве случаев, показатель CFROI и рыночная стоимость компании взаимосвязаны. Компании с высоким значением CFROI обычно имеют более высокую рыночную стоимость. Это неудивительно, так как является отражением характеристик экономической добавленной стоимости. Однако, это уже изменения в рыночной стоимости, которые создают доходность денежных потоков, а не саму по себе рыночную стоимость. Когда речь заходит об изменениях рыночной стоимости, взаимосвязь между CFROI и стоимостью ослабевает. Так как рыночная стоимость отражает ожидаемые результаты, то нет причин полагать, что компании с высокими CFROI всегда получают большую дополнительную прибыль.

Взаимосвязь между изменениями CFROI и дополнительной прибылью еще более интересна. Если любое увеличение CFROI рассматривается как положительный момент, то фирмы с наибольшими увеличениями CFROI должны приносить дополнительный доход. Однако, реальные изменения CFROI должны быть сопоставимы с ожидаемыми результатами. Если CFROI возрастет, но на меньшую величину, чем ожидалось, то рыночная стоимость упадет; если же CFROI снизится, но менее, чем ожидалось, рыночная стоимость повысится.

Денежные потоки на инвестиции, как и экономическая добавленная стоимость, лучше работают на фирмах со значительной величиной постоянных активов. Компании же, чья деятельность связана с высокими технологиями, большую часть своей стоимости формируют за счет будущего потенциального роста, поэтому не всегда денежные потоки постоянных активов дают объективную информацию о потенциале фирмы. Оценка CFROI основывается на валовых инвестициях, поэтому данный подход проще применять к производственным предприятиям, у которых имеется запас материальных активов.

Сложнее применять этот подход для компаний, использующих высокие технологии, у которых основная часть активов возникает в результате их научных исследований.

Еще меньшая связь между изменениями CFROI и рыночной стоимости существует на рынке высокотехнологичных компаний, так как ожидания этих фирм основываются на изменениях CFROI во времени. Так, например, «Ситроникс» может объявить об увеличении CFROI и одновременно об уменьшении рыночной стоимости на следующий год в случае, если это увеличение не будет отвечать ожиданиям компании. Другая компания сферы высоких технологий, наоборот, может заявить о снижении CFROI, а ее рыночная стоимость будет возрастать, так как это снижение оказалось меньше ожидаемого.

CFROI обычно рассчитывается для годового периода и часто сравнивается с учитывающей инфляцию ставкой стоимости капитала WACC для выявления того, сколько компания заработала сверх стоимости задействованного капитала. CFROI позволяет сравнивать компании из разных стран с различной структурой активов в произвольные периоды времени.

Достоинством показателя CFROI в качестве мерила качества управления стоимостью и экономической эффективности является его важная особенность учитывать генерируемый компанией денежный поток. Его можно рассчитать на дивизиональном уровне бизнес-единиц и применять в частных закрытых фирмах.

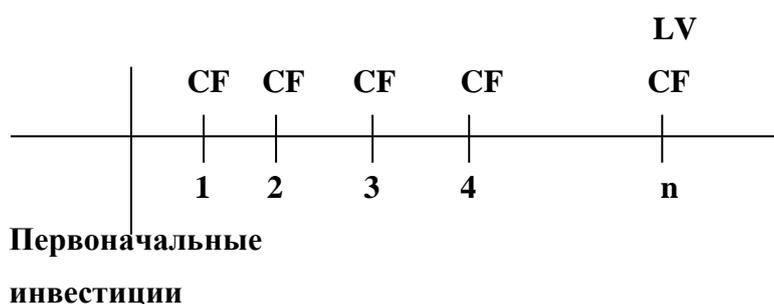
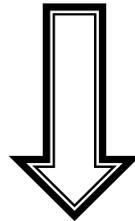


Рисунок 3 Внутренняя ставка доходности проекта

Рис. 1. Когда лучше использовать CFROI?

Акцент на потоках денежных средств
Учитывает эффект инфляции
Учитывает экономический срок
службы активов



- 1. Длительный срок службы активов (более 15 лет) .**
- 2. Существенные основные средства по сравнению с оборотным капиталом.**
- 3. Сильно изношенные или новые активы.**
- 4. Нерегулярные инвестиции.**



Шаг 5. Рассчитать показатель доходности денежного потока на инвестированный капитал

Шаг 4. Вносятся ряд поправок в расчетные величины (для нивелирования различных искажений)

Шаг 3. Коррекция оттоков и притоки на коэффициенты инфляции

Шаг 2. Рассчитать величину суммарных активов (отток денежных средств)

Шаг 1. Рассчитать денежные притоки в течение экономического срока службы активов

Рис. 2 Этапы расчета доходности денежного потока на инвестированный капитал

Анализ результатов инвестиционной деятельности на основе метода «денежной добавленной стоимости» (CVA)

денежная добавленная стоимость (Cash value added - CVA)

стратегические инвестиции

вспомогательные инвестиции

основной денежный поток (ОДП)

требуемый денежный поток (ТДП)

индекс денежной добавленной стоимости ДДС

основной денежный поток ОДП

требуемый денежный поток ТДП

Концепция **Cash Value Added (денежная добавленная стоимость)** была разработана в середине 90-х годов консультантами шведской компании Anelda как альтернатива другим концепциям управления стоимостью. Целью расчета CVA является оценка способности компании (проекта) создавать стоимость с помощью анализа генерируемых денежных потоков.

Данный метод рассматривается в практике как один из наиболее эффективных методов анализа результатов инвестиционного проекта, подразумевающий сравнение фактических результатов с плановыми показателями, подсчет альтернативных издержек, экономической добавленной стоимости. Цели и функциональные задачи этого метода – позволить руководству проекта отслеживать промежуточные успехи и неудачи проекта, делать выводы на основе полученных данных и корректировать «курс корабля» в соответствии с ними, а также предвидеть «подводные камни» в будущем (рис.1).

Метод «денежной добавленной стоимости», позволяет оценить финансовый результат деятельности компании с позиции собственника, заинтересованного в конечном итоге в той сумме денежных средств или их эквивалента, доступных ему (собственнику) в определенном периоде, а также в конце «жизненного цикла проекта». **Метод CVA** корреспондирует с методом DCF, так как оба метода предоставляют расчет значения NPV компании в конце «жизненного цикла проекта». Разные задачи методов диктуют различие в механизме подсчета NPV, однако «от перемены мест слагаемых сумма, как известно, не изменяется». В результате мы рекомендуем использовать **метод CVA** в том числе и для альтернативного подсчета NPV.

Неправильное понимание менеджментом успеха и неудач предыдущих бизнес-кампаний формирует у него специфического рода предубеждения, которые могут впоследствии приводить к выбору неподходящих инвестиционных стратегий. Такая ситуация в принципе недопустима, поскольку управленческие решения, основывающиеся на изначально некорректном восприятии информации, могут приводить к существенным финансовым потерям. Руководству просто необходимо иметь модель, которая могла бы устранить разрыв между оценками, характеризующими прошлую финансовую деятельность, и оценками будущих инвестиционных решений, что позволит улучшить выбор стратегических решений. Модель должна учитывать стоимостной подход к управлению, то есть оценивать будущие дисконтированные потоки.

В основе модели «денежной добавленной стоимости» лежит понятие **стратегических инвестиций**. Все инвестиции, осуществляемые для поддержки стратегических инвестиций, - это **вспомогательные инвестиции**.

Вспомогательные инвестиции, как правило, уступают по величине **стратегическим инвестициям** и производятся многократно в течение срока жизненного цикла проекта. Целью **вспомогательных инвестиций** является поддержание запланированного потока денежных средств.

Рисунок 2 иллюстрирует логику идеи. Первоначальная инвестиционная стратегия будет генерировать заданную величину денежного потока в течение всего жизненного цикла проекта, линия «А». Размер первоначальных инвестиций, «I», будет предопределять прибыльность проекта. Линии «В1»-«В5» предполагают вспомогательные инвестиции, которые носят нестратегический характер и направлены с целью предотвратить возможные отрицательные отклонения денежных потоков, линии «С1»-«С2». Таким образом, *вспомогательные инвестиции* создают определенного рода защиту от снижения запланированной величины стоимости проекта. Однако *вспомогательные инвестиции* не создают новой стоимости. Точка «D» характеризует добавочную прибыль от инвестиций; то есть инвестиции «D» изменяют фундаментальную основу стоимости первоначальных инвестиций, продлевая жизненный цикл проекта и расширяя диапазон возможностей (рис. 2)

Предложенная модель позволяет менеджменту получать только необходимую информацию о финансовом состоянии дел прошлых инвестиционных решений, помогая, тем самым, избежать повторения неудачных действий в будущем и идентифицируя действительно прибыльные инвестиционные проекты (Рис. 3).

Модель «денежной добавленной стоимости» по своей структуре достаточно проста, поскольку оперирует только основными составляющими денежного потока:

- прибыль до вычета амортизации, процентов и налогов,
- прирост оборотного капитала,
- величина вспомогательных инвестиций.

Сумма этих трех составляющих определяет денежный поток от основной деятельности или *основной денежный поток (ОДП)* (Рис. 4). Показатель *ОДП* сравнивают с показателем *требуемого денежного потока (ТДП)*. *Требуемый денежный поток* - это денежный поток, необходимый чтобы окупить стратегические инвестиции с учётом ставки дисконтирования, т.е. чтобы обеспечить инвесторам требуемую доходность (Рис. 5). Разница между основными денежными потоками компании и требуемыми денежными потоками составляет добавленную денежную стоимость.

$$\begin{aligned}
 &+ \text{ Выручка} \\
 &- \text{ Издержки} \\
 &\hline
 &= \text{ Операционная прибыль} \\
 &+/- \text{ Изменения в оборотном капитале} \\
 &- \text{ Нестратегические инвестиции} \\
 &\hline
 &= \text{ *Основной денежный поток (ОДП)*} \\
 &- \text{ *Требуемый денежный поток (ТДП)*} \\
 &\hline
 &= \text{ *Добавленная денежная стоимость (ДДС) за период*}
 \end{aligned}$$

Отличительной особенностью модели является то, что из основного денежного потока не вычитаются амортизационные отчисления, так как они должны быть покрыты за счёт требуемого денежного потока (ТДП). ТДП является всего лишь расчётной величиной, а не прогнозом. Это именно та величина, с которой нужно сравнивать основные денежные

потоки компании. Таким образом, остаётся пространство для оценочных суждений менеджмента, и требуемый денежный поток является отправной точкой для них. Поэтому необходимо подробнее остановиться на расчёте требуемого денежного потока (ТДП). Для его вычисления необходимо знать две характеристики стратегических инвестиций: величину инвестиций и продолжительность жизненного цикла проекта. Далее оценивается денежный поток каждого вида инвестиций по каждому периоду (год, квартал, месяц) так, чтобы получить на выходе значение чистой приведенной стоимости (NPV), равное нулю¹.

$$\text{Инвестиции} = \frac{\text{ТДП}_1}{\text{ставка} - \text{инфляция}} - \frac{\text{ТДП}_1 * (1 + \text{инфляция})^n}{\text{ставка} - \text{инфляция} (1 + \text{ставка})^n}$$

$$\text{ТДП}_1 = \frac{\text{Инвестиции}}{\frac{1}{\text{ставка} - \text{инфляция}} - \frac{(1 + \text{инфляция})^n}{\text{ставка} - \text{инфляция} (1 + \text{ставка})^n}}$$

ТДП₁ – Требуемый Денежный Поток в год 1...n

ставка – ставка дисконтирования

инфляция – прогнозная ставка инфляции

Если приведённая стоимость (Present Value, PV) основных денежных потоков **PV (ОДП)** превышает приведённую стоимость требуемых денежных потоков, **PV (ТДП)**, то проект удовлетворяет условию NPV>0 и создаёт дополнительную стоимость для акционеров. Другими словами, этот проект обладает положительной денежной добавленной стоимостью.

$$NPV = PV(\text{ДДС}) = PV(\text{ОДП}) - PV(\text{ТДП})$$

Особо следует подчеркнуть тот факт, что **приведенная денежная добавленная стоимость**, или другими словами, сумма дисконтированных потоков денежной добавленной стоимости за все годы, равняется чистой приведенной стоимости компании. То есть, суммируя дисконтированные значения разности между основным и требуемым денежным потоком для каждого года, мы косвенным образом получаем точно такое же значению NPV, которое мы получили бы, рассчитывая его методом дисконтированных денежных потоков. При этом аннуитеты, составляющие итоговую сумму, могут иметь как положительное, так и отрицательное значение, соответственно значению денежной добавленной стоимости конкретного года.

Таким образом, методы CVA (денежной добавленной стоимости) и DCF (дисконтированных денежных потоков) гарантируют равенство значений NPV, полученного тем или иным способом. Однако, с точки зрения анализа результатов деятельности компании, метод CVA легко позволяет менеджменту «увидеть» добавленную стоимость за каждый год и принимать управленческие решения вовремя.

¹ Предполагается, что величина ТДП будет одинаковой для каждого года (отчётного периода). Чтобы уравнивать денежные потоки разных лет в реальном выражении используется значение прогнозной инфляции.

Сравнение между периодами можно проводить с помощью **индекса ДДС**, который является полным аналогом индекса прибыльности.

$$\text{Индекс}_{\text{ДДС}} = \frac{\text{ОДП}}{\text{ТДП}}$$

Если индекс превышает единицу, значит стратегические инвестиции генерируют достаточный денежный поток.

$$\text{ДДС}_1 > 0 \Leftrightarrow \text{ОДП}_1 > \text{ТДП}_1 \Leftrightarrow \text{Индекс}_{\text{ДДС}} = \frac{\text{ОДП}_1}{\text{ТДП}_1} > 1$$

Принципиальное различие между бухгалтерскими индексами и индексом ДДС заключается в том, что ДДС метод наделяет менеджеров ответственностью за оценку показателей. Индекс ДДС сравним с градусником. Каждое состояние характеризуется соответствующей температурой, и мы можем судить, какая температура для данного объекта приемлема, а какая нет.

Текущий индекс будет меняться в течение всего жизненного цикла проекта. Он будет превышать единицу в годы активного роста и зрелости, но может оказаться меньше единицы в годы развития и старения данного бизнеса. Отслеживание индекса позволяет проводить исторические сравнения. Чисто функционально, на величину индекса воздействуют четыре фактора стоимости:

- норма рентабельности,
- изменение величины оборотного капитала,
- вспомогательные инвестиции,
- требуемый денежный поток.

Если у менеджмента появляется возможность оценить, был ли прирост достаточным или нет, то он без труда сможет понять, насколько соответствуют их будущие планы ожиданиям инвесторов, т.е. обеспечат ли запланированные инвестиции норму **индекса** больше 1. Такой подход существенно улучшает процесс разработки управленческих решений.

На Рисунке 6 и 7 представлен пример расчета добавленной денежной стоимости, а Рисунок 8 показывает пример анализа динамики создания стоимости за счет инвестиций. Это позволяет менеджерам иметь четкую картину развития инвестиционного проекта на протяжении всего периода.

Разница в величине столбцов на приведенной ниже гистограмме – есть **денежная добавленная стоимость**. Как мы видим, в 1989, 1990 и в 1993 годах она была отрицательной, так как значение основного денежного потока «не добирало» до требуемого значения. Во все остальные годы стоимость успешно создавалась или добавлялась в результате обратной картины: **ОДП** превосходил по значению **ТДП**.

По итогам 7 лет «жизненного цикла проекта» представленного на рисунке 4, а именно с 1989 по 1995 год, сумма значений ДДС «удачных» лет превзошла сумму значений ДДС «неудачных» лет. В результате было сформировано положительное значение NPV (чистой приведенной стоимости). Цель данного анализа – указать, когда и как можно улучшить процесс инвестирования, а также ответить на вопросы типа:

- Какое время является наилучшим для осуществления инвестиционного проекта с точки зрения макроэкономической ситуации?

- Следует нам учитывать несколько вариантов стратегий в зависимости от сценария развития рынка?
- Какие варианты стратегий создают наибольшую стоимость на начальной стадии проекта, а какие, наоборот, требуют значительных затрат и окупаются только в последующих периодах?
- Каким образом по годам достигается то или иное значение NPV компании, в какие годы компания «теряла» стоимость, а в какие она ее «добавляла»?

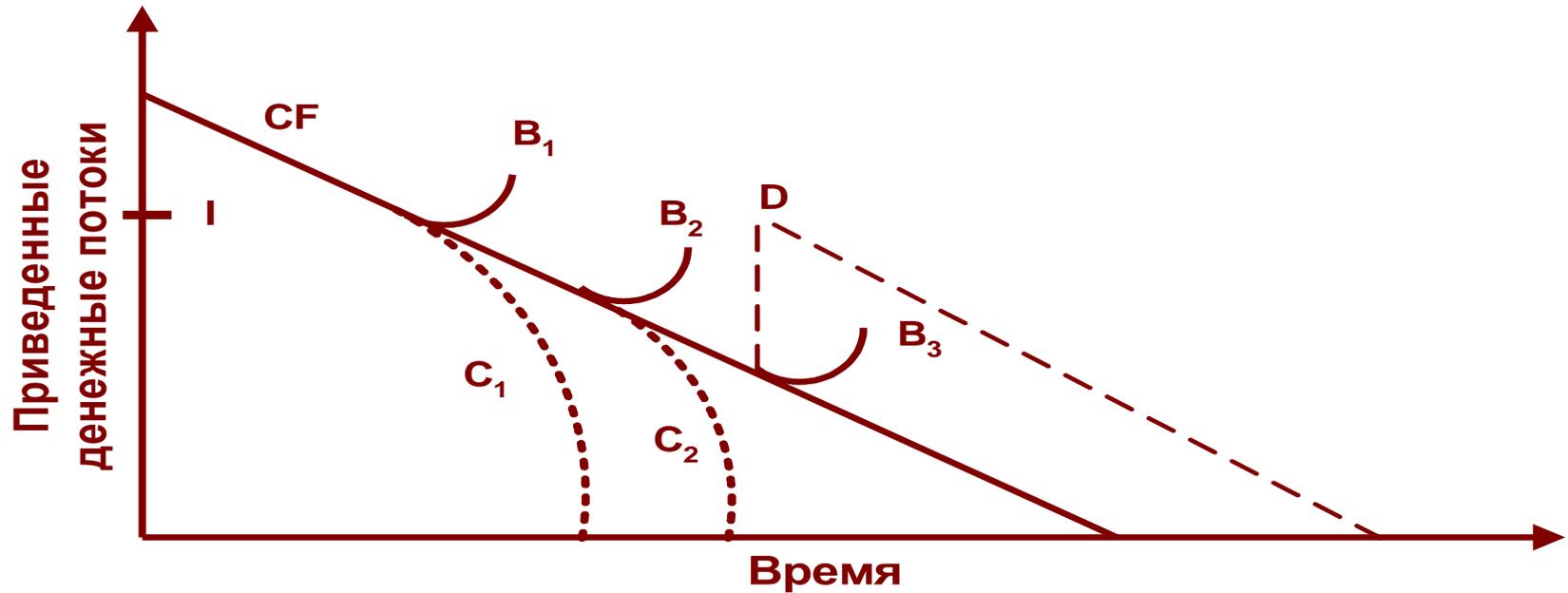
РИСУНОК 1.

Рис. 1. CVA – новый метод оценки инвестиционных решений

Характеристики CVA

- Разграничивает стратегических и нестратегических решений
- Предполагает стандартное качество текущих операций в долгосрочном периоде
- Не бухгалтерская метрика
- Имеет связь с будущим
- Фиксированный критерий
- Концентрирует внимание менеджмента на важных для бизнеса инвестиционных решениях

Рис. 2. ИНВЕСТИЦИИ В ТЕЧЕНИЕ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА ПРОЕКТА



I – первоначальные инвестиции

CF – линия заданных денежных потоков

B – вспомогательные инвестиции

C – возможные отрицательные отклонения от заданных денежных потоков

D – дополнительные (предельные) стратегические инвестиции

Цель – продлить срок жизни первоначальных инвестиций и создать дополнительную стоимость с помощью дополнительных стратегических инвестиций

Рис. 3. Расчет CVA



$$NPV(I) = PV(CVA)$$

$$CVA = OCF - OFCD$$

Основной денежный поток

Требуемый денежный поток

Рис. 4. Основной денежный поток

Основной денежный поток – это поток от основной деятельности бизнеса. Его величина показывает фактический объем денежных средств, который сгенерировал бизнес за отчетный период.

Методика расчета основного денежного потока:

$$\begin{aligned} &+ \text{ Выручка} \\ &- \text{ Издержки} \\ &\hline &= \text{ Операционная прибыль (ЕБИТДА)} \\ &+/- \text{ Изменения в оборотном капитале} \\ &- \text{ Нестратегические инвестиции} \\ &\hline &= \text{ **Основной денежный поток (ОДП)** } \end{aligned}$$

Рис. 5. Требуемый денежный поток

Величина **требуемого денежного потока** показывает, сколько денежных средств должен генерировать бизнес, чтобы чистая приведенная стоимость от стратегических инвестиций была нулевой.

Этапы определения требуемого денежного потока:

- Определить, какие инвестиции являются стратегическими
- Для каждого вида стратегических инвестиций определить срок их жизни
- Найти, какую величину денежного потока в номинальном выражении должен генерировать каждый вид стратегических инвестиций, чтобы $NPV = 0$ в предположении, что реальный требуемый денежный поток не меняется в течение срока жизни инвестиции.

Критерий создания
стоимости

$$CVA\ Index = \frac{OCF}{OCFD} > 1$$

Рис. 6 Расчет CVA. Пример

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Продажи		160	170	250	185	200	215	200				
Расходы		-150	-155	-220	-160	-170	-180	-155				
Прибыль		10	15	30	25	30	35	45				
Прирост Об.К		0	-1	-6	5	-1	-1	1				
Нестрат. инвестиции		-1	-3	-1	-3	-12	-4	-3				
OCF		9	11	23	27	17	30	43				
OCFD		17	18	18	19	19	20	20	21	22	22	23
CVA		-8	-7	5	8	-2	10	23				
CVA Index		0.53	0.64	1.29	1.42	0.88	1.51	2.11				
CVA Index средний за период					1.10							
Стратегич. инвестиции	-100											
CF	-100	9	11	23	27	17	30	43				
Созданная стоимость					225							
Требуемая стоимость					204							
Добавленная стоимость					21							
									Будущая добавленная стоимость:			
									CVA Index = 0.90			56
									CVA Index = 1.00			69
									CVA Index = 1.10			81

Предпосылки примера:

WACC

15%

Инфляция

3%

Срок жизни инвестиций

11 лет

Рис. 7. Расчет CVA. Пример (продолжение)

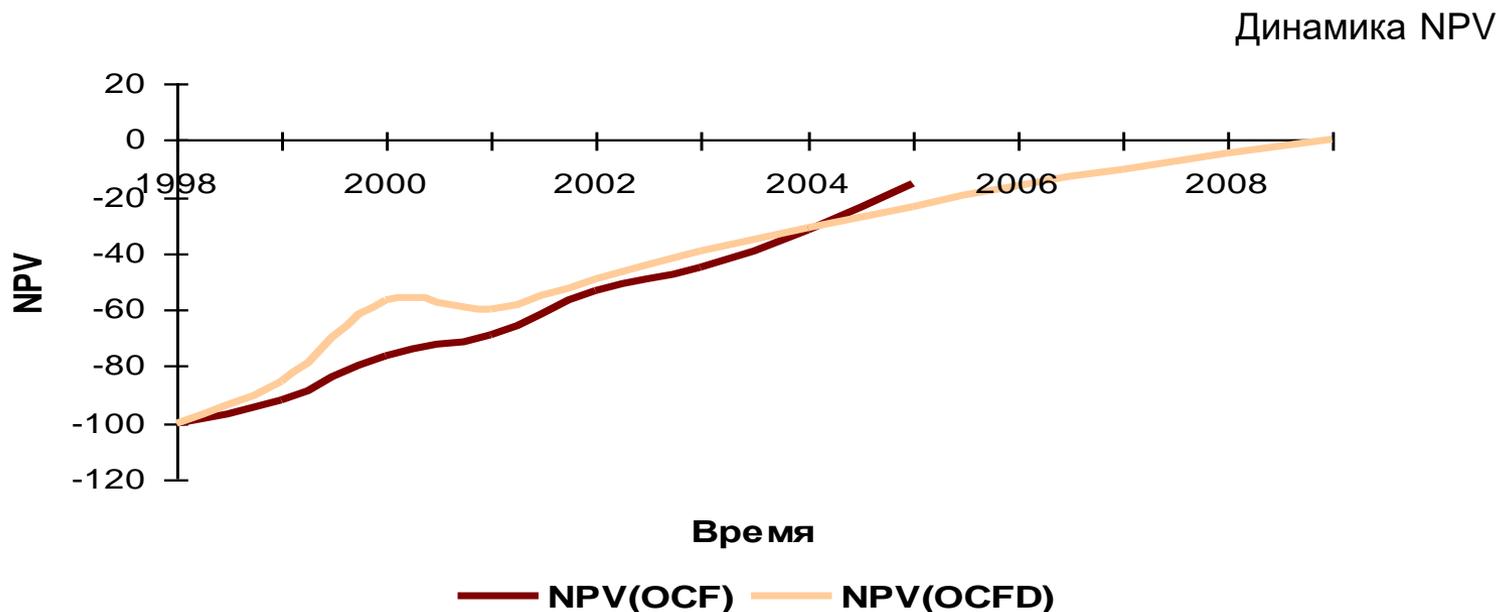
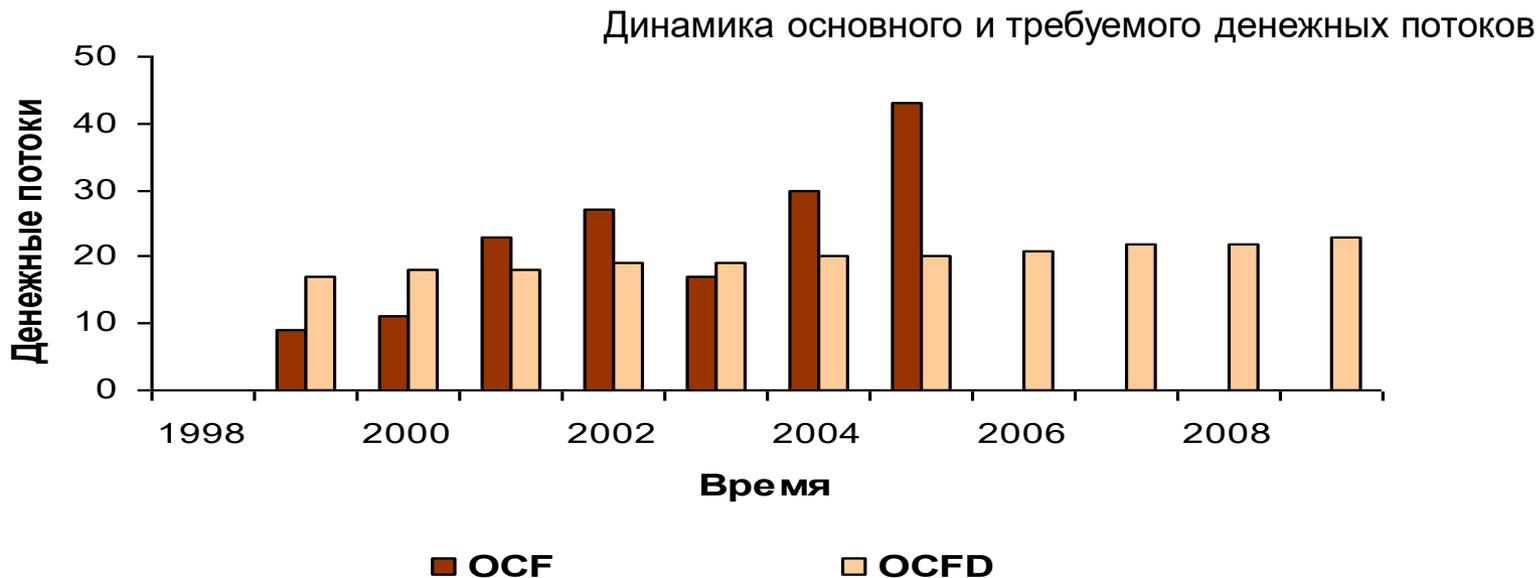
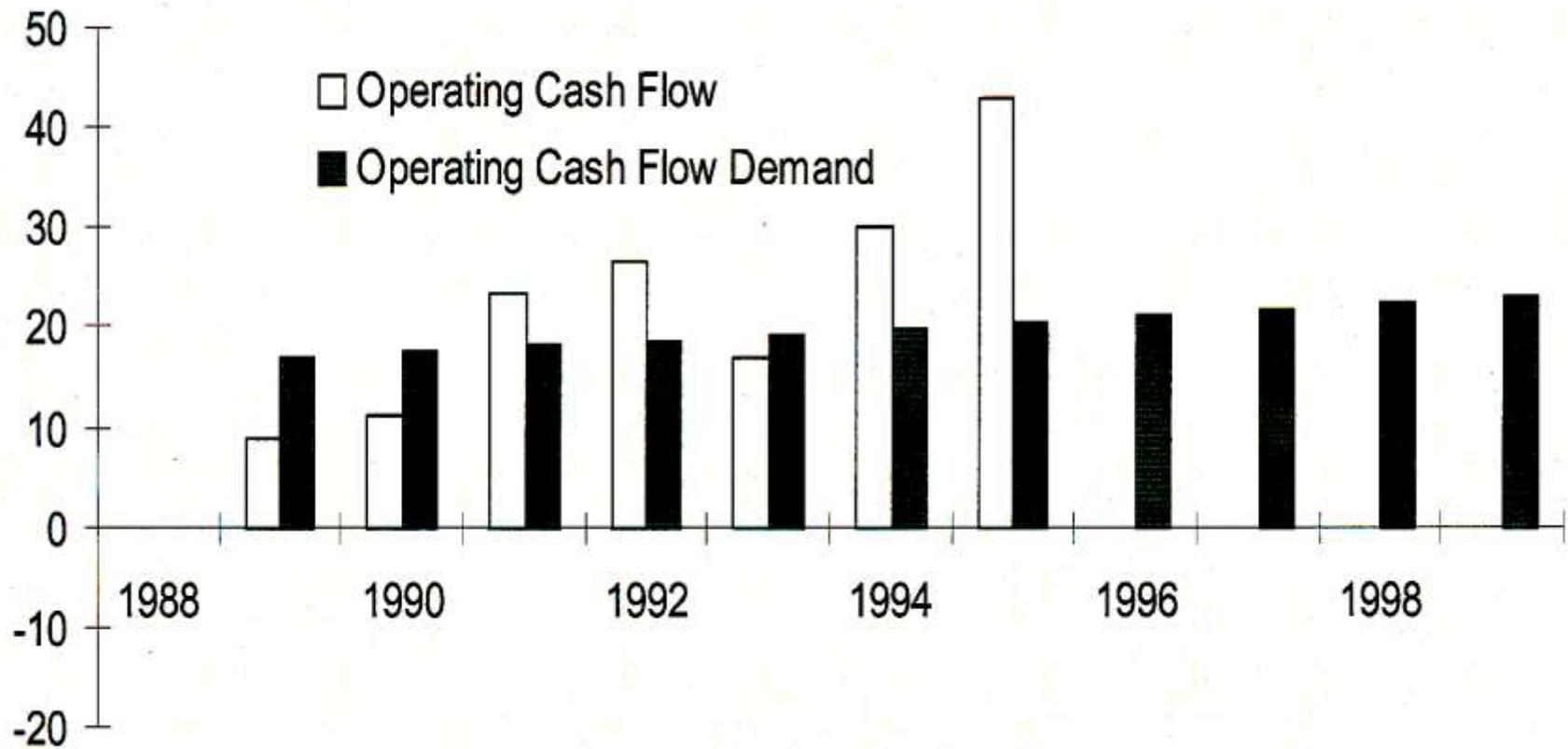


Рис. 8. ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК: ТРЕБУЕМЫЙ И ОСНОВНОЙ



Использование стоимостных показателей для оценки инвестиционной привлекательности компании

матрица «рентабельность-стоимость»

матрица на основе показателя EVA

матрица на основе показателя CFROI

рейтинг Stern Stewart Performance 1000

система рейтингов HOLT Dual Grade®Corporate Performance

В стоимостной концепции управления инвестиционная привлекательность компании рассматривается с точки зрения ее способности создавать стоимость для владельцев.

Для собственников рыночная стоимость является единственным критерием оценки финансового благополучия компании, дающая целостное представление об эффективности управления бизнесом. Комплексность показателя стоимости предоставляет ему неоспоримое преимущество перед отдельными параметрами компании, такими как объём продаж, прибыль, себестоимость, финансовые показатели (ликвидность, финансовая устойчивость, рентабельность и оборачиваемость), являющимися промежуточными характеристиками отдельных экономических аспектов деятельности бизнеса. С точки зрения собственников рыночная стоимость компании и её динамика являются показателями успешности деятельности управленцев и инвестиционной привлекательности компании.

С позиции менеджмента рыночная стоимость компании представляется как управляемая система, а процесс управления сводится к определению качественных и количественных показателей (элементов этой единой логической системы), участвующих в формировании показателя рыночной стоимости, и оказанию воздействия на эти элементы с целью получения положительного результата, отражающегося в величине прироста стоимости бизнеса. Для роста стоимости менеджмент должен добиваться увеличения рентабельности текущей деятельности компании (снижение издержек, увеличение сбыта), и задумываться о перспективах роста стоимости компании в будущем (инвестиции в материальные и нематериальные активы).

Для анализа инвестиционной привлекательности компании финансовые консультанты и топ менеджеры используют заимствованный из стратегического управления инструмент – составление разнообразных матриц, например, «рентабельность-стоимость», позволяющей учитывать как текущую прибыльность компании, так и ее рыночные перспективы (рис. 1). Для построения *матрицы «рентабельность-стоимость»* используется показатель экономической рентабельности. Экономическая рентабельность в отличие от традиционной бухгалтерской рентабельности учитывает расходы на привлечение капитала на рынке и измеряется через спред доходности (ROIC-WACC), где ROIC - измеряет рентабельность инвестированного капитала, а WACC – затраты, связанные с финансированием инвестированного капитала. Указанные переменные отражаются в системе координат на оси абсцисс и ординат соответственно. При составлении матрицы посредством изменения диаметра кружков может быть учтен размер компании (объем ее капитала, величина выручки или операционной прибыли). В результате получаются четыре квадранта, каждый из которых характеризуется разными знаками основных переменных, отражающих перспективы развития и рентабельность компаний. Горизонтальная ось делится на две части в точке, соответствующей среднему темпу роста, определенного методом средней геометрической.

В квадранте I расположены компании, демонстрирующие интенсивный рост, но не успевшие в полной мере освоить сделанные инвестиции (оптимизация бизнес процессов, эффект обучения и масштаба еще не могут проявить себя в полной мере), в результате чего отдача на вложенный капитал не достаточно высока (спред доходности отрицателен). Но в силу высоких темпов роста такие компании хорошо оцениваются рынком, несмотря

на свою текущую «убыточность». Будущее должно показать сможет ли компания выдержать соперничество с конкурентами и занять свое место под «солнцем». Если да, то течением времени темпы роста несколько замедляются, оставаясь при этом достаточно высокими, в тоже время, уровень доходности на вложенный капитал стремительно вырастает, обеспечивая положительный спред доходности. Экономическая прибыль растет, проходит нулевую отметку и устремляется в положительную область. Компании, находящиеся в данном квадранте – первые кандидаты на продажу.

В квадранте II расположены наиболее успешные компании, у которых рентабельность капитала превышает стоимость его привлечения, а добавленная стоимость является положительной величиной. Положительный спред доходности говорит о высоком качестве бизнеса и способности корпорации создавать дополнительное богатство для владельцев бизнеса, а высокие темпы роста свидетельствуют об энергичном расширении бизнеса, что позволяет еще в большей степени максимизировать стоимость компании в будущем. Значение экономической прибыли значительно выше нуля и имеет устойчивый рост. Такие компании рассматриваются как «звезды», при одинаковых инвестиционных рисках с другими компаниями они отличаются более высокой доходностью, следовательно, их текущее положение и рыночные перспективы расцениваются как благоприятные.

В квадранте III расположены компании, также создающие стоимость для инвесторов. Они обладают положительным спредом доходности и их ежегодные экономические прибыли устойчиво выше нуля. Успешный бизнес таких компаний находится в стадии консолидации, темпы роста начинают падать, находясь на уровне средних или ниже по отрасли. Компания выжимает все возможное из существующего бизнеса, продолжая двигаться «по инерции» за счет достигнутых ранее успехов. Ощущается сильное давление конкурентов, зарождается процесс угасания и постепенно, с «плато консолидации» компания начинает скатываться в четвертый квадрант.

В квадранте IV расположены самые «проблемные» компании, характеризующиеся отрицательным спредом доходности и низкими темпами роста. Компания скатывается в область кризисного состояния и менеджерам необходимо предпринимать решительные «реанимационные» меры. Если данные мероприятия окажутся удачными, то компания имеет все шансы опять вернуться в благополучную первую область.

Соответственно, инвестиционная привлекательность компании меняется в соответствии с этапами ее жизненного цикла: в квадранте I стоимость компании еще мала, но имеет мощный потенциал роста в сочетании с высоким уровнем риска; в II компания демонстрирует интенсивный рост своей стоимости. В III темпы роста стоимости и инвестиционная привлекательность компании начинают постепенно снижаться, и если руководство компании не будут предпринимать активных мер по управлению стоимостью, компания имеет все шансы, постепенно «сползти» глубоко в данной области и, в конце концов, начать стремительно обесцениваться, попадая в область кризисного состояния IV. Наиболее удачный момент инвестирования в компанию возникает при переходе из I в область II. Необходимое условие успешного инвестирования в такую компанию - устойчивый рост экономической прибыли, которая из области отрицательных значений стремительно переходит в положительную область.

Детальное рассмотрение экономической прибыли позволяет описать деятельность и жизненный цикл/привлекательность компании в рамках двумерной модели спред доходности – темп роста и дать практические рекомендации, касательно определения стратегии развития компании и повышения инвестиционной привлекательности компании.

Многие мировые консалтинговые компании предлагают свои продукты, разработанные на основе описанной матрицы. Так, *матрица*, созданная Стерном и Стюартом, и используемая в рамках анализа привлекательности *на основе показателя EVA* (экономическая добавленная стоимость), включает пять категорий компаний (рис.2). В

основе разработки матрицы лежат эмпирические исследования, которые консалтинговая компания Стерна и Стюарта регулярно проводит, опираясь на данные о крупных компаниях, работающих на разных национальных рынках. По результатам исследований было определено, что спред доходности у компаний составляет в среднем 2,5%, а темп роста - 25%. В данной модифицированной матрице самыми благополучными компаниями являются компании типа Z, у которых доходность инвестированного капитала наиболее высокая. Компании типа Y, также обладают высокой доходностью инвестированного капитала, но более низкой по сравнению с предыдущей группой, а также характеризуются невысокими темпами роста. Данные группы рассматриваются как устойчивые создатели стоимости. Третья категория компаний называемая X, отличается неустойчивостью спреда доходности, который может быть как положительным, так и отрицательным и одновременно средними темпами роста. Следующую группу авторы назвали X-, для того, чтобы подчеркнуть преобладание у компаний отрицательного спреда доходности наравне со средними темпами роста. Пятая группа – компании, названные pre-Z – отличаются отрицательным спредом доходности инвестированного капитала, но сопоставимы с наиболее успешными компаниями по темпам роста. Обычно компании, отнесенные к данной группе, характеризуются мощным потенциалом роста, их капитал размещен в наиболее привлекательных с точки зрения инвестора отраслях и отрицательный спред доходности объясняется необходимостью крупных инвестиций для реализации перспектив роста.

Развитие идеи использования матриц для инвестиционной привлекательности компаний можно встретить в модели HOLT Associates-CSBF, в которой сравниваются компании из разных отраслей и различной национальной принадлежности. На рис. 3 показана **матрица компаний, классифицированных по критерию CFROI**.

По горизонтальной оси расположены значения спреда доходности (CFROI -WACC), где CFROI измеряет рентабельность инвестированного капитала в денежном выражении, а WACC – затраты, связанные с финансированием инвестированного капитала. Соответственно, справа - зона положительных значений, слева – отрицательных. По вертикальной оси отложены коэффициенты Q Тобина, отражающие соотношения рыночной стоимости компании и стоимости замещения активов. Рыночная стоимость показывает ожидания инвесторов в отношении компании, формирующиеся как под влиянием полученной информации о деятельности компании, ее финансовых результатах, так и на основе оценки внешних для компании факторов. Стоимость замещения активов – условная мера стоимости компании, показывающая ту сумму средств, которыми необходимо обладать, чтобы создать аналогичную компанию при текущих рыночных ценах. Такая оценка чрезвычайно затруднительна, поскольку требует обширной базы данных о характеристиках сопоставляемых компаний. На практике часто вместо стоимости замещения используются данные бухгалтерского баланса. Положительный Q Тобина означает оптимизм рынка капитала в отношении перспектив компании, отрицательный Q Тобина характеризует пессимистичный настрой инвесторов, их недоверие в отношении возможностей компании по эффективному использованию ресурсов.

Аналогично предшествующим матрицам, в квадранте I собраны наиболее интересные для инвестора компании, отличающиеся высокой эффективностью использования инвестированного капитала. Такие компании рассматриваются как устойчивые создатели стоимости.

Во II квадранте расположены компании, переоцененные рынком. Они характеризуются неоправданно высоким интересом инвесторов, но не обладают потенциалом создания стоимости. Четвертый квадрант объединяет компании также неверно оцененные рынком. Несмотря на положительный спред доходности, такие компании в силу своей закрытости и не правильно выстроенными взаимоотношениями с инвесторами, остаются недооцененными.

В III квадранте сосредоточены наименее привлекательные компании, пессимизм инвесторов объясняется устойчивым отрицательным спредом доходности

Данные инструменты могут быть использованы не только финансовыми аналитиками и консультантами, но и самими топ менеджерами при оценке работы компании изнутри, например, при принятии стратегических решений о развитии разных подразделений компании.

На базе рассмотренных матриц аналитики разрабатывают системы рейтингов, помогающие сопоставлять компании, принадлежащие разным отраслям. Для составления рейтинга *Stern Stewart Performance 1000* используется ряд показателей таких как:

- добавленная рыночная стоимость (MVA) за текущий год
- изменение добавленной рыночной стоимости (MVA) за пять лет
- экономическая добавленная прибыль за текущий год
- изменение экономической добавленной прибыли за пять лет
- доходность инвестированного капитала за текущий год
- средневзвешенные затраты на капитал
- индекс доходности
- коэффициент соотношения рыночной стоимости и инвестированного капитала (используется для стандартизации показателей)
- размер компании: капитализация, инвестированный капитал
- темп роста за 5 лет

Стандартизация показателей позволяет анализировать компании разных секторов и национальной бизнес-среды. Присвоенный рейтинг отражает способность компании устойчиво создавать экономическую прибыль и стоимость. В настоящее время рейтинг Stern Stewart Performance 1000 широко используется в практике.

Система рейтингов компаний на основе показателя CFROI™ (*HOLT Dual Grade®Corporate Performance*) включает как краткосрочную оценку доходности через показатель CFROI™, так и долгосрочные оценки стоимости компании (вклад в будущее - %Future). В качестве инструмента краткосрочных успехов компании используется показатель CFROI™, отражающий эффективность управления уже существующими активами и рассчитанный за последние 12 месяцев до даты анализа. Данный индикатор может быть использован для оценки успешности компании. Второй компонент рейтинга направлен на анализ вклада будущего компании в ее текущую рыночную стоимость. Такой подход к построению методики рейтингования позволяет оценить как текущую эффективность деятельности компании, так и результативность будущих операций. Для оценки «вклада в будущее» используется сопоставление текущей рыночной стоимости совокупного капитала компании и стоимости ее существующих операций. Разность двух величин, называемая «вмененной стоимостью будущих инвестиций», становится основой для рейтинга. Для учета специфических характеристик, влияющих на величину CFROI, таких как размер компании, степень конкуренции в отрасли, стадия жизненного цикла, в систему рейтинга вводится разбиение компаний по нескольким категориям. Конечный рейтинг компании по показателю CFROI™ присваивается по совокупности рангов по каждому горизонту анализа: краткосрочному и долгосрочному. Категории рейтинга (от А и далее по алфавиту) дают представление о результатах, которые добилась компания в текущем управлении и оценку ожидаемого вклада в будущее компании с позиции сегодняшнего дня. Так, сочетания типа AA или BB означают, что компании не только сегодня создают стоимость, но и их будущие инвестиции расцениваются как эффективные. Напротив комбинации типа DD и EE указывают на неблагоприятные результаты деятельности, низкие краткосрочные CFROI™, отсутствие перспектив на будущее и означают необходимость осуществления существенных стратегических изменений в деятельности компаний. Очевидно, что со временем CFROI™ сглаживается и неизбежно стремится к некоторой средней величине. Период сглаживания выводится из сопоставления будущих и прошлых CFROI™ с учетом дополнительных характеристик.

Например, чем длиннее период в течение которого компании удастся поддерживать CFROI™, превышающие средние или чем ниже волатильность данного показателя, тем с большей долей уверенности можно говорить о наличии у компании квалифицированной команды, способной поддерживать высокие CFROI™. эмпирические исследования показывают, что компании с высокими темпами роста имели более высокие темпы «сглаживания» CFROI™, а чем ниже волатильность CFROI™, тем ниже была скорость его сглаживания. Таким образом, скорость сглаживания – функция от изменчивости в прошлом CFROI™ и от темпа устойчивого роста компании. Скорость сглаживания - параметр, оказывающий существенное влияние на потоки денежных средств компании и поэтому необходимы для корректного расчета величины CFROI™.

Рассматриваемая методология применяется для составления рейтингов для компаний из разных стран и отраслей. Для этого собрана и поддерживается специальная аналитическая база данных, позволяющая рассчитать CFROI™ по компаниям за ряд лет в прошлом и сделать прогноз CFROI™ на год вперед.

Рисунок 1. Матрица жизненного цикла/привлекательности

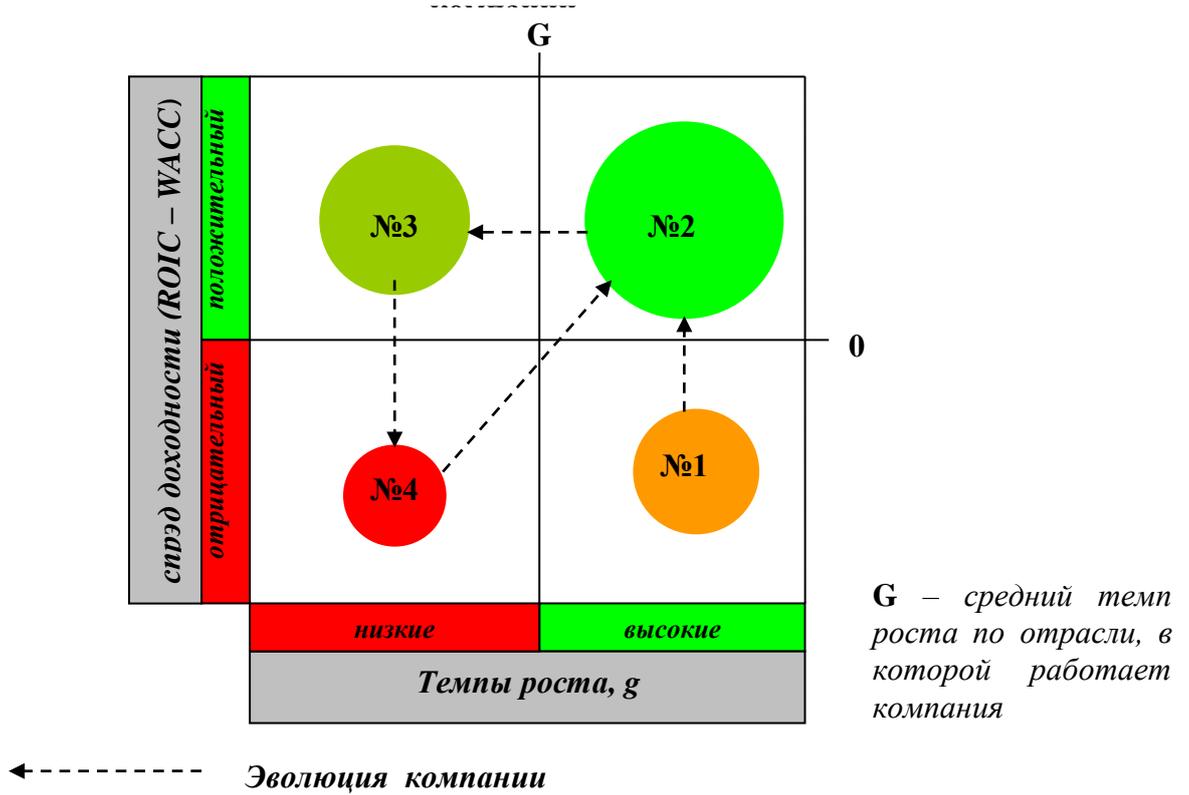


Рисунок 2. Матрица привлекательности компаний/подразделений Stern-Stewart

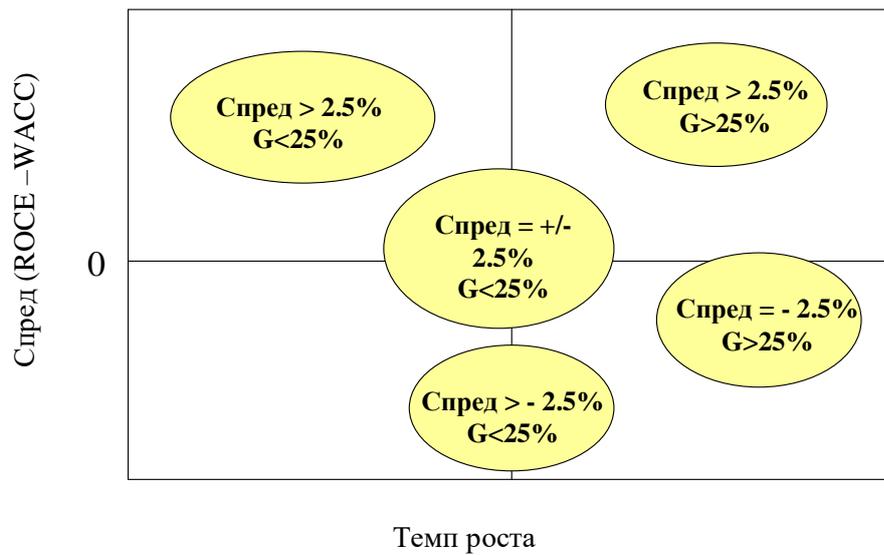
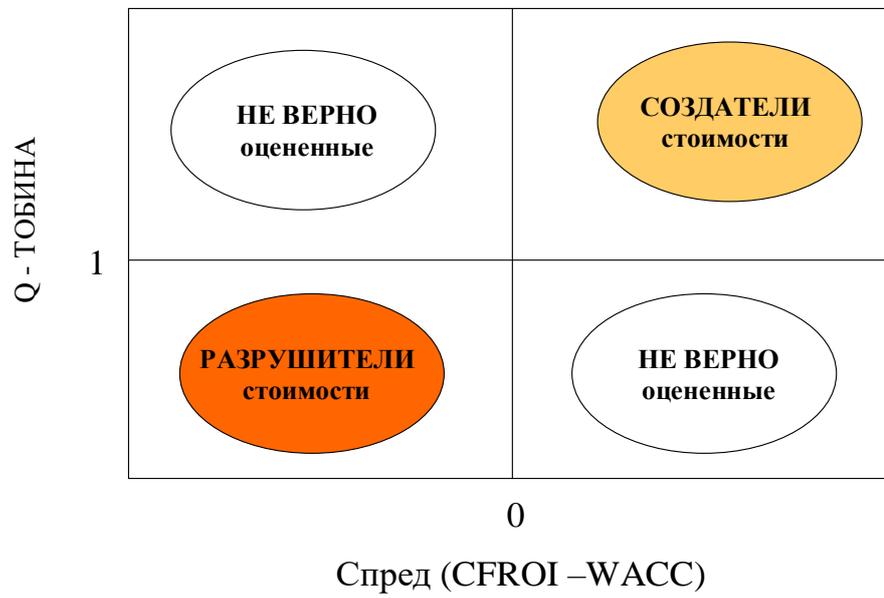


Рисунок 3. Матрица привлекательности на основе показателя CFROI



Управление нематериальными активами как фактор роста стоимости компании

Нематериальные активы (НМА)

Интеллектуальная собственность (ИС)

Объект интеллектуальной собственности (ОИС)

Деловая репутация компании (гудвилл)

Интеллектуальный капитал (ИК)

Управление нематериальными активами наряду с управлением другими активами компании может привести к росту стоимости бизнеса. Сложность управления НМА связана со спецификой самого объекта. Поскольку **нематериальные активы** – это долгосрочные права, обеспечивающие его владельцам определенный доход или иную пользу, обладающие стоимостью и не имеющие материально-вещественного содержания. Нематериальные активы являются неосязаемыми источниками стоимости (обещанием будущих выгод), которые порождаются инновациями, уникальными организационными проектами или практикой управления человеческими ресурсами. НМА являются инструментом «извлечения» добавленной стоимости из имущества (или из информации), и способствуют увеличению стоимости «материальной составляющей» путём капитализации прибыли. Они часто взаимодействуют с материальными и финансовыми активами в создании корпоративной стоимости и ускорении экономического роста.

Существуют различные экспертные оценки о соотношении долей материальных и нематериальных активов в общей стоимости компании.

Данные западного рынка показывают, что стоимость НМА в современных компаниях составляет до 70% и, соответственно, только 30% приходится на материальные активы. Это соотношение подтверждает Рис.1.

Реальную стоимость НМА не всегда можно отразить в бухгалтерском учете, в связи с этим постоянно растет разрыв между балансовой и рыночной стоимостью компании.

Данные таблицы 1 показывают, что существующая система бухгалтерского учета не обеспечивает менеджеров необходимой информацией о затратах и доходах, полностью ориентирована на входящую информацию индустриальной эпохи, то есть содержит данные в основном о материальных активах.

Рыночная капитализация компании, превышающая стоимость основных фондов, материальных и финансовых средств является одним из признаков интеллектуальной компании, обладающей широким спектром нематериальных активов. Превышение над балансовой стоимостью формируется как раз за счет новизны и перспективности предлагаемых продуктов или услуг, рыночных ожиданий на новых его сегментах, предполагаемой прибыли от патентов, торговой марки (престижа), контроля над бизнесом, взаимоотношений с потребителями и т.д.

Средний коэффициент «капитализация/балансовая стоимость», то есть отношение рыночной стоимости капитала компаний к чистой стоимости активов, как она отражена в их балансовых таблицах, для 500 крупнейших компаний США из списка Standart and Poor (S&P) в марте 2001г. составил 6,0. Это означает, что из каждых шести долларов только один зафиксирован в балансе, тогда как остальные пять представляют собой в чистом виде нематериальные активы компаний.

Данная ситуация связана, прежде всего с тем, что нематериальными активами гораздо сложнее управлять и оперировать, чем материальными. Хорошо определенные права собственности на материальные и финансовые активы противостоят нечетким правам на НМА. Кроме того, сложность управления НМА связана с их виртуальной природой.

Понятие нематериальных активов используется в бухгалтерском и финансовом учете, в управлении и оценочной деятельности, причем содержание этого понятия различно в национальных стандартах бухгалтерского учета разных стран и разных видах профессиональной деятельности.

Схема, изображенная на Рис. 2, отражает структуру НМА в соответствии с российскими правилами бухгалтерского учета ПБУ 14/2000. Из данной схемы видно, что нематериальные активы включают в себя:

интеллектуальную собственность - исключительное право гражданина (физического лица) или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации юридического лица, индивидуализации продукции, выполняемых работ или услуг (фирменное наименование, товарный знак, знак обслуживания и т.п.);

организационные расходы (расходы, связанные с образованием юридического лица, признанные в соответствии с учредительными документами частью вклада учредителей в уставный капитал организации). Действующее законодательство не дает конкретного определения и не раскрывает содержания организационных расходов. На практике к ним относят: гонорары юристам за составление учредительных документов, услуги за регистрацию фирмы и тому подобные расходы, осуществляемые в момент создания предприятия;

деловую репутацию компании (гудвилл) - часть стоимости действующего предприятия, определяемая добрым именем, деловыми связями, известностью фирменного наименования и товарного знака, не идентифицированными (не выявленными и не поставленными на учет) НМА.

Различия трактовки НМА в международных стандартах финансовой отчетности, российских правилах бухгалтерского учета и стандартах профессиональной оценки отражены в таблице 2. Российские правила бухгалтерского учета существенно сужают понятие НМА, даже международные стандарты финансовой отчетности трактуют их более широко.

Более прогрессивными с точки зрения понятийного аппарата и структуры НМА компании являются международные стандарты профессиональной оценки их стоимости МСО (руководство 4) и Европейские стандарты оценки TEGOVA (руководство 8). Для целей управления компанией в части НМА можно воспользоваться классификацией европейских стандартов, поскольку именно они построены на основе теории интеллектуального капитала, активно развивающейся в последнее время на западе.

Идентифицируемые НМА (таблица 2) обычно включают права интеллектуальной собственности и другие аналогичные активы:

- права (патенты) на изобретения, полезные модели, промышленные образцы;
- права на ноу-хау;
- авторские права на научные, литературные, музыкальные или художественные произведения;
- товарные знаки;
- франшизы, лицензии или контракты;
- информационные ресурсы, включая программы, системы, процедуры, обследования, прогнозы, расчетные оценки, списки клиентов, технические данные;
- компьютерное программное обеспечение и компьютеризированные базы данных;
- НМА в стадии разработки.

Другими НМА бизнеса в соответствии с данным стандартом являются следующие:

- обученная и собранная вместе рабочая сила;
- благоприятные трудовые договоры;
- благоприятные договоры аренды;
- благоприятные договоры страхования;

- благоприятные контракты на поставки;
- контракты о найме;
- условия об отказе от конкуренции;
- клиентские отношения;
- технические библиотеки и хранилища газет;
- прочие нематериальные активы.

Нематериальные активы могут увеличивать общую стоимость компании в силу своей неконкурентности (обладания исключительными правами), в силу обладания возрастающей отдачей и сетевыми эффектами (способность этих активов к расширению или к распространению ограничивается только емкостью рынка) в отличие от материальных активов, которые характеризуются исчерпанием экономии на масштабах производства. Технология, которая выигрывает начальное, даже небольшое опережение, может быстро расширяться и захватить рынок, поскольку пользователи выбирают технологии, которые, как они ожидают, станут со временем преобладающими.

Однако НМА присущи и факторы снижения стоимости компании. Это помимо расплывчатости прав собственности, указанной выше, присущий нематериальным активам повышенный риск и низкая ликвидность. Могут препятствовать росту стоимости компании, например, старомодное название или малоэффективный менеджмент.

Среди прочих факторов влияющих на стоимость бизнеса, большое значение имеют известность компании на рынке, портфель брендов, возможность увеличения рыночной доли, гарантия сохранения клиентской базы при смене собственника, наличие слаженной команды и пр.

Компания Interbrand провела оценку значимости нематериальных активов и торговых марок (какую долю они занимают в общей стоимости компании) в различных отраслях (таблица 3).

Стратегии ряда компаний базируются на развитии торговых марок, иные же фирмы делают ставку на ценовую конкуренцию и избегают крупных вложений в развитие марок. Нет единого рецепта в условиях рыночной конкуренции, и все же компании с сильными, известными марками в большинстве отраслей добиваются лучших результатов, чем остальные.

Очевидно, что известный товарный знак или бренд, на создание которого в России надо потратить от \$3 млн. до \$7 млн., приносит своему владельцу дополнительную прибыль, а, следовательно, создает дополнительную стоимость компании.

Руководство фирмы должно четко представлять концепцию создания стоимости. Они должны ясно понимать, какие ценности исповедует компания, чем она отличается от конкурентов и почему у нее больше шансов на успех по сравнению с конкурентами или даже с компаниями из других отраслей.

Для реализации поставленной цели управления НМА в целях повышения стоимости компании решаются следующие задачи:

- выявление НМА и их идентификация;
- защита НМА, то есть выбор правовой охраны и совершение соответствующих юридически значимых действий;
- оценка в целях постановки на учет и иных коммерческих целях предприятия:
 - внесение НМА в уставный капитал,
 - привлечение инвесторов,
 - составление финансовой отчетности,
 - оптимизацию налогообложения,
 - предоставление залога для получения кредита,
 - заключение сделок по купле-продаже НМА (договоры уступки, лицензионные договоры, договоры коммерческой концессии),
 - оценка ущерба при нарушении прав интеллектуальной собственности;

- разработка и развитие внутрифирменных механизмов использования, распоряжения активами, в случае объектов ИС при необходимости разработка системы передачи прав.

Процесс коммерциализации результатов интеллектуальной деятельности и превращение их в интеллектуальный капитал предприятия путем оформления прав интеллектуальной собственности может быть описан с помощью схемы на Рис.3.

Интеллектуальный капитал - собирательное понятие для обозначения неосязаемых (нематериальных) ценностей, объективно повышающих рыночную стоимость компании. В этом значении ИК включает: квалифицированную, собранную вместе рабочую силу и контракты с выдающимися специалистами (человеческий капитал); информационные ресурсы, собственные методические разработки, локальные сети (организационный капитал); отношения с покупателями и поставщиками, списки клиентов, (клиентский капитал) и собственно интеллектуальную собственность.

Несмотря на противоречивость отечественного бухгалтерского учета относительно НМА для компании существуют определенные выгоды от постановки объектов ИС на учет:

- улучшаются показатели финансово-экономической эффективности (ликвидности, кредитоспособности и т.п.);
- нематериальные активы амортизируются, списываются в затраты, тем самым уменьшая прибыль и налог на прибыль;
- увеличивается стоимость организации, ее капитализация, возможность привлечения внешних инвесторов, более успешное первичное размещение акций (ИРО);
- возможно внесение объектов ИС в уставный капитал при формировании дочерних предприятий;
- законом о залоге разрешено вносить права на объекты ИС в качестве залога;
- обеспечение конкурентоспособности и респектабельности бизнеса;
- возможность увеличения доходов за счет полной уступки прав, продажи лицензий (передачи части прав на объекты интеллектуальной собственности), за счет возмещение ущерба от нарушения этих прав.

На практике вопросом управления НМА кроме менеджеров занимаются и финансисты, и экономисты, и юристы, и оценщики, налоговые специалисты и бухгалтеры. Именно от их слаженной работы зависит насколько эффективно используются НМА в деятельности компании. В крупных компаниях может назначаться IP – менеджер, который занимается внутренним и внешним оборотом интеллектуальной собственности, принадлежащей компании, выстраивает стратегию эффективного использования НМА в целом и может подчиняться при этом финансовой службе или юридической, маркетинга или управления качеством.

Интеллектуальная собственность и нематериальные активы – это главный ресурс роста стоимости компаний. В третьем тысячелетии основным ресурсом развития экономики будут не природные ресурсы, которые исчерпаемы, а именно результаты интеллектуальной деятельности.

Рис.1 Соотношение материальных и нематериальных активов в крупнейших компаниях.



Таблица 1. Структура активов крупных российских компаний различных отраслей.¹

Компания	Доля НМА в активах компании, %	Доля основных средств в активах компании, %	Доля финансовых вложений, %	Доля оборотных средств в активах компании, %	Всего активов, млн. долл.
ОАО «ЛУКОЙЛ»	2,05	64,95	2,62	28,80	29761
ОАО «ЛОМО»	0,24	32,48	9,29	43,38	109
ОАО «Аэрофлот»	0,30	16,87	11,41	34,1	727
ОАО «Мосэнерго»	0,000037	75,45	0,07	19,18	4524
ОАО РАО «ЕЭС России»	0,000239	9,87	67,7	19,38	11501
ОАО «Уралсвязьинформ»	0,00243	70,46	17,68	2,6	1098

¹ Еникеева Л.А. Основы теории и методологии построения моделей оценки нематериальных активов. – СПб.: Изд-во Политехн. ун-та, 2005. – с. 24

Рис. 2 Структура нематериальных активов в соответствии с российскими правилами бухгалтерского учета



Таблица 2. Структура НМА в международных стандартах финансовой отчетности, российских правилах бухучета и европейских стандартах оценки.

МСФО 38	ПБУ 14/2000	Европейские стандарты оценки
Компания может признать НМА, если он является идентифицируемым, неденежным активом и если: - ожидается, что будущие экономические выгоды, относящиеся к данному активу, поступят в компанию; и - стоимость актива можно надежно оценить.	- ИС (исключительные права на результаты интеллектуальной деятельности); - организационные расходы, возникающие в момент создания предприятия; - гудвилл (деловая репутацию) фирмы.	- гудвилл бизнеса (нераспределенные НМА); - персональный гудвилл; - идентифицируемые НМА.

Таблица 3. Относительная значимость торговых марок и других нематериальных активов

Отрасли	Материальные активы (%)	Марки (%)	Другие нематериальные активы (%)
Коммунальное хозяйство	70	0	30
Тяжелая промышленность	70	5	25
Фармацевтика	40	10	50
Розничная торговля	70	15	15
Информационные технологии	30	20	50
Автомобилестроение	50	30	20
Финансовые услуги	20	30	50
Продукты и напитки	40	55	5
Предметы роскоши	25	70	5

Рис. 3 Схема коммерциализации результатов интеллектуальной деятельности и превращение в интеллектуальный капитал компании.



Организационная структура как фактор управления стоимостью

*организационная структура
механизмы координации
норма управляемости
типы организационных структур
линейно-иерархические структуры
адаптивные (органические) организационные структуры*

По мере увеличения размера российских компаний, выхода на новые рынки, возрастающей «популярности» сделок по слияниям и поглощениям, чрезвычайно усложняется деятельность компании. В результате топ менеджменту становится труднее «держать компанию под контролем». Правильно выстроенная система управления позволяет решить подобные проблемы, снизить транзакционные издержки и повысить эффективность деятельности компании.

Создание адекватной организационной структуры является одной из важнейших областей управленческой деятельности, которые, помогают компании сосредоточить усилия на создании стоимости. **Организационная структура** компании определяет формальные взаимоотношения, процедуры, осуществление контроля и власти в процессе принятия решений.

Организационная структура может быть как сдерживающим, так и стимулирующим фактором стоимости компании. Принципиально важным моментом является соответствие организационной структуры стратегии компании. Эффективность организационной структуры зависит от того, насколько полно ключевые компетенции компании находят отражение в оргструктуре. Посредством установления соответствия между частями организационной структуры и стратегическим выбором компании (выражением которого являются ключевые компетенции) достигается организационная поддержка выполнения стратегии.

Основой системы управления, ее «силовым каркасом» является организационная структура. В рамках оргструктуры компании реализуются все действия по управлению, существуют информационные и материальные потоки, потоки заданий, бизнес-процессы. Поэтому, для того, чтобы какая-либо компетенция компании была создана и стала реальностью, необходимо, чтобы она нашла свое отражение в самостоятельной, выделенной части организационной структуры в виде человеческих и материальных ресурсов, бизнес-процессов, и т. д.

Для понимания механизма влияния организационной структуры на стоимость компании, необходимо разобраться в основных задачах, выполняемых оргструктурой, принципах построения и существующей типологии организационных структур.

Большинство проблем с организационными структурами (как с основой системы управления) связано с тем, что базовыми задачами, решение которых должна выполнять организационная структура, являются две задачи, противоположные по своей сути – разделение труда на задания и координация их совместного выполнения. Соответственно, разные типы оргструктур более ориентированы на решение какой-либо одной из этих задач и не слишком хорошо справляются с решением другой. Попытки же совместить две противоположности приводят к возникновению новых проблем. Поэтому задача создания оптимальной организационной структуры является сложной многокритериальной и не имеет одного решения. Каждая компания строит собственную организационную структуру исходя из существующих условий и имеющихся возможностей. Соответственно, оргструктура компании является одним из показателей уровня

менеджмента и позволяет делать прогнозы относительно будущего компании (т. е. является одним из факторов стоимости).

Многообразие форм организационных структур обусловлено, по большому счету, существованием двух вышеупомянутых задач и пяти базовых механизмов координации. То есть процесс формирования оргструктуры можно упрощенно представить как разделение труда на задачи и последующее группирование этих задач для выполнения, с использованием различных *механизмов координации*, таких как:

- прямой контроль;
- взаимное согласование;
- стандартизация рабочих процессов;
- стандартизация выпуска;

Прямой контроль означает, что координацию действий других людей осуществляет один человек. Т. е. все вопросы координации анализируются и решаются в его голове, чем и обусловлены как достоинства, так и недостатки этого метода координации. Так, в условиях, когда нужно координировать деятельность небольшого числа людей, прямой контроль является оптимальным методом координации. При условии достаточной квалификации координатора, анализ ситуации и принятие решений происходит быстро и гибко, указания передаются без задержек и моментально принимаются к исполнению. Основным недостатком является то, что эффективно управлять, используя такой механизм координации можно только ограниченным числом людей. Это называется *нормой управляемости*. В настоящее время считается, что хорошая норма управляемости – когда число управляемых не превышает шести. Интересно, что на этот счет, имеются рекомендации в очень древних источниках (например, в Библии, пророк Моисей рекомендует ставить одного начальника над десятью, над десятью десятниками ставить одного сотника, и т. д.).

Взаимное согласование, как механизм координации, используется благодаря простоте процесса неформальных коммуникаций. Координация трудового процесса при этом осуществляется самими участниками. Так, два грузчика не испытывают проблем при координации совместной деятельности. Интересно, что этот метод координации с успехом применяется и в более сложных условиях (например, при утверждении годового бюджета советом директоров). Ограничением является так же количество участников процесса.

Стандартизация рабочих процессов – это, фактически, программирование (т. е. точное описание – стандартизация) процесса труда. Использование этого механизма координации в частности и механизмов стандартизации вообще позволяет группировать трудовые задачи и является основным способом (группой способов), позволяющим создавать большие управляемые организации с небольшим (по отношению к норме управляемости) числом уровней управления.

Стандартизация выпуска – это стандартизация результатов труда. Когда невозможно или нецелесообразно программировать процесс труда, можно задать, например, параметры изделия или нормы выработки. Таким образом, запускается механизм самоорганизации, когда не важно как это достигается, но в заданные сроки, с использованием определенных ресурсов, должно быть выполнено определенное количество операций, выпущено определенное количество изделий с определенным качеством, и т. д.

Стандартизация навыков и знаний применяется тогда, когда невозможно специфицировать ни процесс труда, ни его результат. Например, такой механизм применяется при организации научно-исследовательских работ. На первый взгляд, ученый-исследователь действует автономно, но он использует полученные в высшем учебном заведении навыки исследований, организации исследовательского процесса, и т. д. Группа ученых будет использовать те же самые навыки, полученные в ВУЗе. В бизнесе, такой механизм координации используется, в частности, при организации работы различных аналитических служб.

Используя описанные механизмы координации, организации создают все многообразие организационных структур. Многие структуры ориентированы на преимущественное использование каких-то одних механизмов координации, но другие механизмы, при этом, также используются.

Разделение труда на задачи, а также использование стандартизации и прямого контроля в качестве основных механизмов координации порождает несколько широко применяемых **типов организационных структур**.

Линейная организационная структура управления (рис. 1) предполагает, что каждый руководитель управляет нижестоящими подразделениями по всем видам деятельности. Разделение на виды деятельности может быть не определено, и осуществляться, исходя из широко трактуемого принципа целесообразности. Но на практике, чаще всего, применяется разделение по выполняемым функциям (именно поэтому этот тип организационной структуры иногда ошибочно называют линейно-функциональным). Используя группирование по выполняемым функциям, управляемые подразделения выстраиваются в функциональную вертикаль (иерархию уровней управления), которую называют «шахтой» или «колодцем» управления.

Как уже отмечалось, в организациях, построенных по принципу линейного управления, в качестве основных координационных механизмов используется стандартизация (процесса труда, результата труда или квалификации работника) и прямой контроль.

С одной стороны, принцип линейного подчинения позволяет сделать вывод, что основным является прямой контроль – ведь нижестоящие подразделения полностью подчиняются вышестоящему руководителю по всем вопросам своего функционирования. С другой стороны, разделение труда по функциям и задачам приводит к росту специализации и позволяет стандартизировать процесс труда, его результат и/или квалификационные требования к специалисту. Это приводит к тому, что со временем, почти вся деятельность управляемого объекта (сотрудника или подразделения), становится стандартизированной (это же может касаться результатов деятельности и квалификации). Таким образом, основным координационным механизмом становится стандартизация. Поэтому, в какой-то степени, оба эти механизма можно считать основными для организаций построенных по линейному принципу. Различие в их использовании организациями заключается в том, что в изученных и определенных условиях, одна и та же организация использует в качестве координирующего механизма преимущественно стандартизацию (чаще – стандартизацию процесса труда, когда все, что делается – делается по заранее определенным правилам), а в условиях неопределенности – прямой контроль. Кроме того, прямой контроль является основным координационным механизмом в случае простых структур с небольшой нормой управления и малым числом организационных звеньев.

Ориентация на эти координационные механизмы является основным источником сильных и слабых сторон таких типов структур.

Достоинства линейной структуры – простота, экономичность, полное единоначалие, высокая эффективность выполнения повторяющихся видов деятельности. Основной недостаток, как и во всех структурах, использующих в качестве основного механизма координации стандартизацию – недостаточная координация совместного выполнения нескольких функций. Т. е. такая структура ориентирована на выполнение задачи разделения труда и качественного выполнения разделенных трудовых заданий, но не ориентирована на координацию совместного выполнения этих заданий. Следствием этого является предъявление высоких требований к квалификации руководителей.

Вообще, у таких структур (основанных на линейном подчинении) отсутствует внутренний (органически присущий) механизм координации потоков работ (например, в рамках бизнес-процессов, которые в таких структурах, разумеется, существуют, но не управляются или управляются слабо). Иначе говоря, управление концентрируется на выполнении функций, но координация совместного выполнения этих функций в рамках

рабочего потока не осуществляется. Такие структуры являются неполными и нуждаются в дополнительных средствах координации.

Линейная оргструктура, особенно, с разделением управления по функциональному признаку, является довольно распространенной. Она часто встречается на начальных этапах развития бизнеса, когда или квалификация руководства недостаточна для реализации более сложных структур, или количество управляемых ресурсов (сотрудников) делает создание таких структур невозможным или нецелесообразным.

Функциональная организационная структура управления похожа на линейную наличием иерархии уровней управления, а также использованием стандартизации и прямого контроля. Отличием является отсутствие принципа единоначалия. Один и тот же управляемый объект во время исполнения какой-то одной выделенной функции управляется одним начальником, а во время выполнения другой, соответственно другим. Таким образом, у одного и того же объекта существует такое количество начальников, сколько функций этот объект выполняет. Недостатком такой структуры является нарушение принципа единоначалия и затрудненность (практически невозможность) координации, при одновременном выполнении более одной функции. В «чистом виде» встречается редко.

Линейно-функциональная или линейно-штабная структура (рис. 2 и 3) является развитием линейной структуры. Основным отличием линейно-штабной структуры от линейной является то, что в этой структуре реализована функция стратегического планирования. Основная операционная деятельность выполняется линейными подразделениями. Линейные руководители являются единоначальниками, а функциональные руководители составляют штаб руководителя организации или штабы соответствующих линейных руководителей, помогают линейному руководству в выполнении отдельных функций (в частности, функции стратегического планирования), и не имеют права напрямую воздействовать на деятельность линейных подразделений.

Если штабы не формируются, то задачей функциональных руководителей является помощь (но не директивное руководство) линейным операционным подразделениям. В таком случае, структура называется линейно-функциональной.

Такой тип оргструктур представляет собой переходную форму к более сложным структурам управления. Он по-прежнему ориентирован на стандартизацию и прямой контроль, но в нем уже появляются элементы механизма взаимного согласования, например, – на уровне штаба или штабов, при разработке стратегии. Интересным примером использования механизма взаимного согласования в таких структурах является процесс принятия решений линейными руководителями. Дело в том, что функциональные руководители не имея формальной (административной) власти, часто приобретают неформальную власть, основанную на компетентности. В таком случае, линейный руководитель не принимает серьезных решений без согласования с функциональным руководителем.

Дивизионная оргструктура (рис. 4) является развитием линейно-функциональной (линейно-штабной) структуры. Дело в том, что при увеличении размеров предприятия резко увеличивается число уровней управления. Увеличение числа уровней управления ведет, в свою очередь, к резкому увеличению объема и искажению управленческой информации, передаваемой на высшие уровни управления. Таким образом, использование механизма прямого контроля становится неэффективным, т. к. из-за перечисленных факторов, принятие управленческих решений оказывается чрезвычайно затруднено. Решением становится выделение по различным признакам (по продуктовому, технологическому, региональному, клиентскому, и др.) крупных частей организации (дивизионов) и передача им ряда полномочий, связанных с регулированием текущей деятельности, а также необходимых, для относительно автономного осуществления деятельности, ресурсов. При этом, управление наиболее важными (стратегическое планирование, финансовый контроль, и т. п.) и сложными (например, НИОКР,

инвестиции, и т. д.) функциональными видами деятельности остается за управляющим центром (центральный офисом, штаб-квартирой).

В отличие от линейной и линейно-штабной структур, в дивизионной структуре вместо стандартизации рабочих процессов, в качестве координационного механизма (наряду с прямым контролем, как следствием использования линейного принципа построения структуры) используется стандартизация выпуска. То есть управляющий центр определяет задания дивизионам и почти не вмешивается в процесс выполнения этих заданий.

Кроме того, использование механизма стандартизации выпуска, предполагает и использование механизма взаимного согласования, по крайней мере, на верхних уровнях управления. Примером может служить процесс согласования бюджетов дивизионов.

Все вышеперечисленные типы оргструктур можно определить в одну группу. Это так называемые бюрократии или *линейно-иерархические структуры* (еще этот тип структур называют механистическими из-за сходства с механизмом). Описание бюрократии дал в своих трудах М. Вебер. Общим, для всех этих типов структур, является наличие жесткой иерархии управления и формализация поведения сотрудников.

Формализация поведения сотрудников необходима потому, что присущее этим структурам использование прямого контроля в качестве механизма координации действий, натывается на вариативность человеческого поведения. Иными словами, даже управляя небольшим количеством человек при выполнении более-менее повторяющихся заданий, руководитель сталкивается с различными формами реакции на одни и те же управляющие воздействия. Поэтому организации стремятся формализовать поведение человека, сделать его более прогнозируемым, повторяемым и, в конечном счете, управляемым.

Таким образом, выделяется сфера применения подобных (линейно-иерархических) систем управления – это виды деятельности, требующие четко продуманной, заранее спланированной и жестко выполняемой координации. То есть организация приобретает некое машиноподобное состояние, позволяющее гарантировать эффективность производства или четкость и быстроту реакции в заранее известных, спланированных ситуациях (например, действия пожарных на пожаре).

Однако, снижение вариативности действий сотрудников приводит к снижению вариативности действий подразделений и всей компании в целом. То есть организация становится косной, негибкой, медленно реагирующей на изменения в условиях деятельности. Такие организации обладают развитыми механизмами масштабирования своей деятельности (например, изменение объема производства), но не обладают такими же механизмами изменения содержания деятельности. Фактически, для ответа на изменение условий внешней среды, организация вынуждена каждый раз серьезно менять всю систему управления, что, разумеется, требует больших затрат времени и ресурсов. То есть бюрократические структуры приспособлены выполнять задачи и не приспособлены решать проблемы.

Поэтому, примерно с конца 70-х годов прошлого столетия, в связи с все убыстряющимися темпами жизни, стали активно развиваться альтернативные формы организационных структур, а именно адаптивные или органические (название «органические», эти типы структур получили из-за того, что подобно живым организмам способны менять свою форму, приспособиваясь к изменяющимся условиям внешней среды). Новые формы организационных структур позволили отказаться от стандартизации труда (в частности, от формализации поведения), тем самым, дав возможность организациям гибко и оперативно реагировать на постоянно изменяющиеся требования внешней среды. В качестве базового координационного механизма в таких структурах используется взаимное согласование.

Адаптивные (органические) организационные структуры. Разновидностями этого типа оргструктур являются проектная и матричная¹ структуры.

Проектная оргструктура (рис. 5) предполагает, что вся деятельность компании представляет собой совокупность проектов. Все имеющиеся ресурсы организации распределены по конкретным проектам и находятся в распоряжении соответствующих руководителей. Руководители проектов непосредственно подчиняются руководителю компании. По завершению проекта его структура расформировывается, сотрудники и ресурсы перераспределяются на новые проекты или увольняются (если найм осуществлялся на период реализации проекта).

В чистом виде проектная структура встречается редко, т. к. обычно организации, использующие подобную форму оргструктуры, имеют различные выделенные инфраструктурные ресурсы (например, в виде обеспечивающих подразделений), которые не полностью переходят в распоряжение руководителей проектов, а используются совместно. Часто проектная структура формируется как автономная структура в линейных, дивизионных и других формах организационных структур для реализации какой-либо специальной деятельности (например, инновационной).

Основным координирующим механизмом в проектной оргструктуре является взаимное согласование. Руководители согласовывают совместное использование ресурсов, а также другие параметры проектов. Таким образом, при принятии решений отсутствует жесткость, обусловленная, например, стандартизацией. Поиск решений осуществляется гибко, что дает возможность нахождения новых решений, за пределами существующих правил и технологий.

Включением в свой состав проектных структур, бюрократические структуры пытаются решать проблемы (а не задачи, как упоминалось ранее), для решения которых они изначально не приспособлены.

Проектная оргструктура часто бывает органичной (естественной) частью следующего типа оргструктур, называемых матричными.

Матричная организационная структура представляет собой реализацию принципа двойного подчинения. Вертикальное линейное подчинение выстраивается, например, в соответствии с разделением на сферы деятельности организации (это может быть, например, рыночное группирование – по выпускаемым продуктам, клиентам, и т. д.), а горизонтальное, например, в соответствии с функциональным признаком (т. е. подразделения группируются по выполняемым функциям). В таком случае конкретный специалист административно подчинен своему линейному руководителю, а функционально (т. е. по вопросам выполнения функциональных задач) – руководителю функционального подразделения. При возникновении вопросов – в чьей компетенции находится принятие решения, линейный и функциональный руководители вынуждены договариваться, так как несут равную ответственность за решение проблемы. Форму матричной структуры, в которой конфигурация подразделений не меняется в результате выполнения работы, называют постоянной.

Другой, часто встречающейся формой матричного управления, является объединение функционального и проектного управления (рис. 6). В этом случае сотрудники функциональных подразделений входят в состав проектных команд. Руководители проектов отвечают за выполнение проектов, а функциональные руководители – за применяемую в процессе реализации проектов методологию. Эту форму матричной структуры называют переменной, так как после завершения проекта его структура расформировывается, а сотрудники и ресурсы включаются в состав новых проектов. По такому принципу формируются оргструктуры в исследовательских, консалтинговых, и пр. компаниях, деятельность которых по своей сути является проектной.

¹ К этому типу оргструктур относится еще бригадная или кросс-функциональная структура, но она во многом близка к матричной и рассматриваться не будет.

Еще одной популярной формой структуры является совмещение матричного управления с дивизионной оргструктурой. В таком случае, функциональные службы внутри дивизиона административно подчиняются руководителю дивизиона, а по методологическим и технологическим вопросам своего функционирования – руководителю соответствующей функциональной службы центрального офиса / штаб-квартиры.

Разновидностью матричных структур являются многомерные матрицы или **многомерные организационные структуры**. Если к двумерной организационной матрице добавить еще одно измерение в виде каких-либо программ, реализуемых во всех подразделениях (например, программы качества), то получится еще один вид управляющих связей (в трехмерной матрице это будут «перпендикулярные» связи). На практике такой вид структур встречается не часто, т. к. добавление еще одного измерения усложняет итак непростой характер коммуникаций. Если же отдать приоритет какому-то одному виду связей (например, решение спорных вопросов отдается на откуп функциональному руководителю, а остальные участники процесса будут являться как бы внутренними клиентами этого функционального подразделения), то структура трансформируется в иерархический тип.

В настоящее время матричные структуры управления приобретают все большую популярность. Почему – ведь они обладают очень серьезным недостатком, существенно усложняющим управление – неопределенностью власти, связанной с отказом от принципа единоначалия? Однако такие структуры изначально содержат в себе механизмы решения обеих базовых задач, которые должна решать организационная структура. Напомним, что эти задачи являются противоположными по своей сути – разделение труда на задачи, и координация их совместного выполнения. Эта особенность матричных структур связана с использованием в качестве основного механизма координации механизма взаимного согласования. Именно взаимное согласование обеспечивает этим структурам необходимую гибкость и комплексность подхода к решению возникающих задач и проблем.

Использование матричного управления предъявляет высокие требования к управленческим навыкам руководства организации. Пытаясь совместить несовместимое, использовать возможности бюрократических структур по организации эффективного производства с возможностями органических структур решать новые неструктурированные проблемы, организация рискует вообще потерять управляемость. Если руководство организации не обеспечит необходимые условия для функционирования механизма взаимного согласования, то решения задач могут быть вообще не найдены, или найдены с неприемлемым запаздыванием, а сам процесс принятия решений будет приводить к стрессам и конфликтам. Кроме того, даже если менеджеры организации обладают всеми необходимыми навыками межличностного общения, необходимыми для осуществления взаимного согласования, существует еще проблема поддержания равного влияния разных сторон на принятие решений. В случае, если одна из заинтересованных сторон будет регулярно «выигрывать» решения, организация постепенно трансформируется в обычную иерархическую структуру и потеряет все преимущества матричной структуры.

Какие условия являются необходимыми для нормального функционирования механизма взаимного согласования? Можно выделить две группы факторов.

Первая группа – широкое использование организационных инструментов взаимодействия. Это различные комитеты, временные и постоянные рабочие группы, назначение менеджеров-координаторов. Это также все организационные мероприятия, способствующие взаимному согласованию путем неформальных коммуникаций.

Вторая группа факторов – это факторы корпоративной культуры, ориентированной на решение спорных вопросов путем согласования между равными по статусу руководителями (или сотрудниками), а не с помощью формальной власти вышестоящего руководителя.

Очень важным фактором корпоративной культуры, могущим оказать решающее влияние на эффективность механизма взаимного согласования, является корпоративная философия. Корпоративная философия включает в себя как формальные факторы, так и неформальные. К формальным, относятся миссия компании, стратегическое видение и корпоративные ценности. К неформальным факторам относится идеология компании (которая находит отражение в упомянутых выше формальных факторах). Фактически, идеология компании – это мотивация к формализации поведения сотрудника, но уже на добровольной основе. То есть идеологию организации можно приравнять к еще одному механизму координации взаимодействия! На практике, такая координация достигается через культивирование стремления к реализации миссии компании, а также через набор правил поведения, реализующих корпоративные ценности компании. В качестве примера, можно привести ситуацию, когда линейному и функциональному менеджерам, взаимодействующим в рамках матричной оргструктуры, необходимо прийти к одному решению, но каждый считает свои аргументы более весомыми. В такой ситуации, корпоративная идеология выступает независимым арбитром и позволяет решить вопрос в пользу интересов компании (при условии, что соответствующие идеологические инструменты достаточно проработаны и используются сотрудниками).

Таким образом, эффективное использование взаимного согласования в качестве базового механизма координации (а также соответствующих этому механизму организационных структур), говорит о высоком уровне менеджмента в организации и является фактором, увеличивающим стоимость компании.

Как же влияет та или иная форма организационной структуры компании на ее стоимость? Характер влияния организационной структуры компании на стоимость целесообразно оценивать на основе анализа соответствия корпоративной стратегии и конфигурации организационной структуры.

Любой стратегический выбор компании связан с формированием определенного набора ключевых компетенций. Эти компетенции должны находить свое отражение в организационной структуре в виде определенной конфигурации структур управления подразделениями, отвечающими за реализацию этих компетенций.

Пример. Компания «Х» занимается производством компонентов для измерительных приборов. Клиентами компании являются фирмы – производители приборов. Основным фактором конкуренции на рынке компонентов является цена. Рынок сегментирован по стоимости компонентов на три категории: дешевые, средней стоимости, и дорогие. Компания производит компоненты для всех трех сегментов рынка. Маркетинговый анализ выявил, что на рынке существует неудовлетворенный спрос на компоненты нижнего ценового сегмента с минимально приемлемым уровнем качества, а в секторе дорогих компонентов ожидается продолжение стагнации. Суть стратегии компании заключается в продаже подразделения, занимающегося производством дорогих компонентов и балансирующем на грани рентабельности, и направлении средств, вырученных от продажи этого подразделения в разработку и предложение на рынок серии компонентов, которые будут удовлетворять минимально необходимым параметрам качества по самой низкой цене. Таким образом, для реализации стратегии компании необходимы, как минимум, следующие ключевые компетенции (в данном случае, для простоты примера, мы рассматриваем не весь набор необходимых компетенций, а только ключевые):

- умение разрабатывать продукт с уникальными свойствами (в данном случае, это качество и цена);
- умение производить продукцию с наименьшими в отрасли затратами.

На основании этой информации можно сделать следующие выводы.

В организационной структуре компании должны присутствовать (помимо других) два независимых подразделения – исследовательский центр, занимающийся разработками новой продукции, и высокоэффективное производство.

Независимость этих подразделений обуславливается тем, что обе эти структуры должны иметь совершенно разные структурные формы и идеологию управления.

Исследовательский центр должен иметь структуру, обеспечивающую решение уникальных проблем. В этом качестве, наиболее подходящей является матричная проектная структура. Задачей руководителя исследовательского центра будет формирование творческой атмосферы, способствующей поиску уникальных решений.

Управление производственным подразделением должно быть построено по линейно-иерархическому принципу с четкими механизмами контроля процесса производства. Задачей руководителя производственного подразделения будет становление жесткой исполнительской дисциплины и строгая регламентация действий сотрудников для исключения малейшей неэффективности. Для разработки стандартов эффективного управления производством, в составе производственного подразделения должна присутствовать (например) штабная структура со штатом экспертов-аналитиков.

Как видно из предъявляемых к рассматриваемым структурам требований, управление ими должно осуществляться независимо. Такая независимость обеспечивается подчинением их напрямую высшему руководству организации. Другой важный вопрос заключается в том, что деятельность независимых подразделений должна согласованно координироваться. Такая координация достигается (например) созданием такого инструмента взаимодействия, как совет директоров, и включением обоих руководителей в этот совет.

Таким образом, необходимые организации ключевые компетенции находят соответствующее своей природе оптимальное отражение в организационной структуре, что обеспечивает возможность реализации стратегии и, соответственно, способствует увеличению стоимости компании.

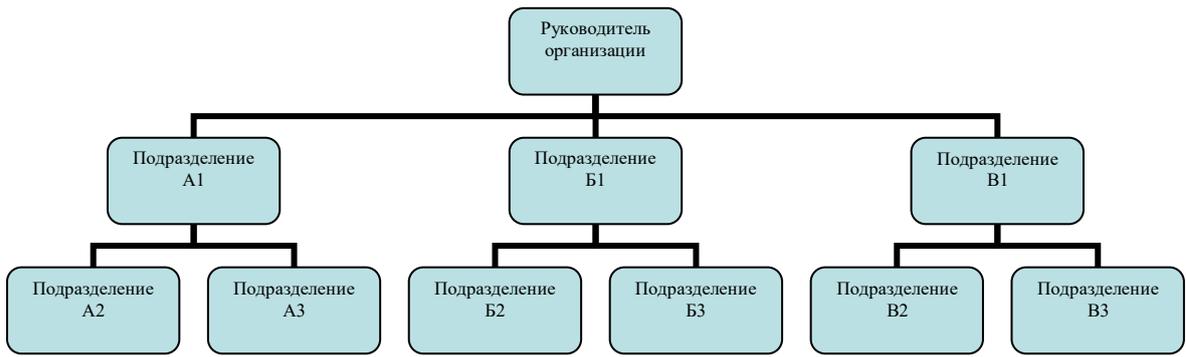


Рис. 1. Линейная оргструктура

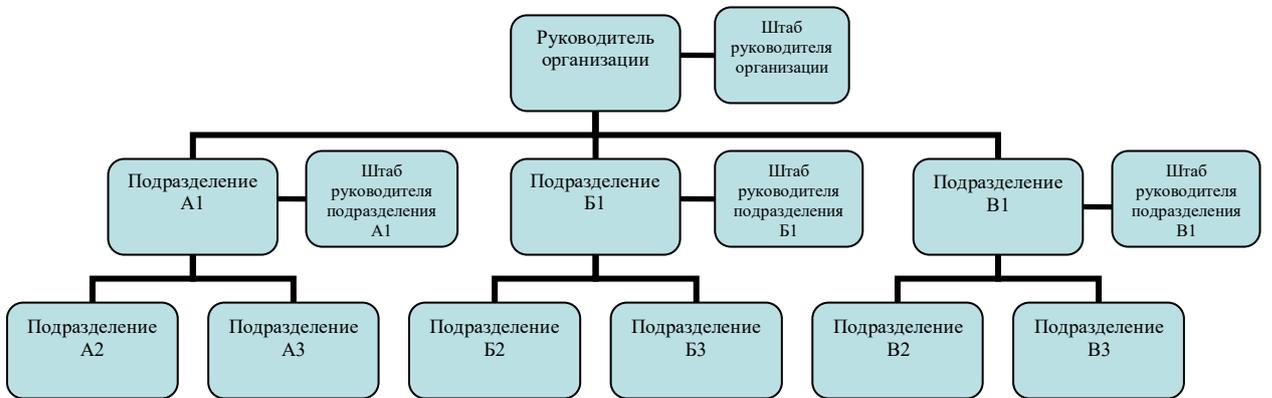


Рис. 2. Линейно-штабная оргструктура

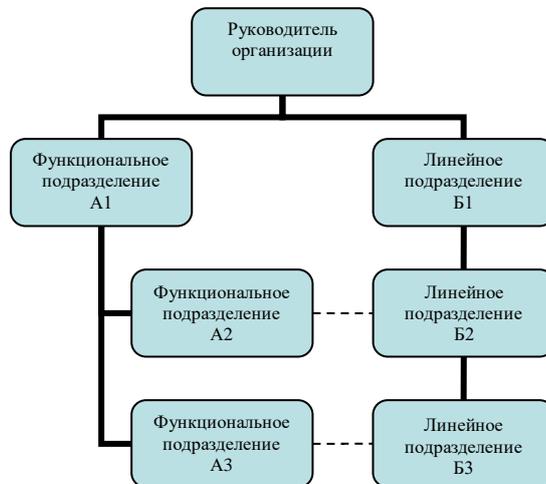


Рис. 3. Линейно-функциональная оргструктура. Прерывистой линией показаны функциональные связи.



Рис. 4. Дивизионная оргструктура

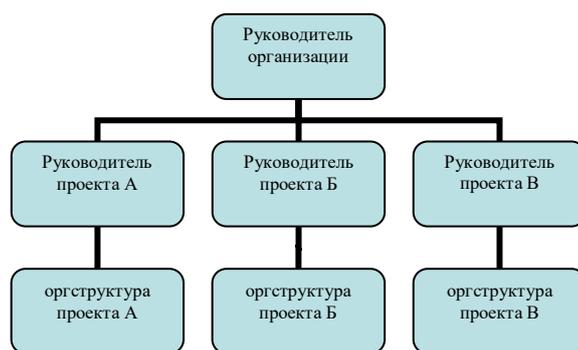


Рис. 5. Проектная оргструктура

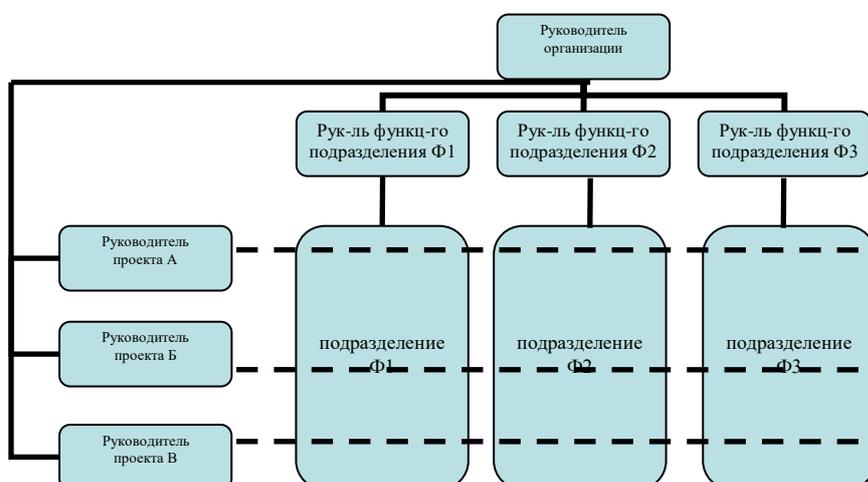


Рис. 6. Матричная оргструктура

Управление знаниями /информацией как фактор стоимости компании

управление знаниями/информацией
принципы построения системы управления информацией
инструменты системы управления информацией

Интенсивный поток информации требует от руководителя подразделения находить баланс между поставленными задачами и человеческими ресурсами. Для этого требуются эффективные и рациональные средства управления знаниями в организации.

Известны примеры поиска информации или разработки идеи одним подразделением в крупных компаниях, тогда как этой информацией владеет или идею разрабатывает соседнее подразделение. Либо поиск необходимой информации может отвлекать существенные временные, финансовые и человеческие ресурсы. Или опытный работник, покидая организацию нередко уносит ценные "наработки" не только в виде законченных интеллектуальных продуктов, но и в виде неоформленного в тексте опыта, идей и знаний. Альтернативой подобным ситуациям является система управления информацией. Упомянутая система позволяет сформулировать компетенции опытных работников, новшества подразделений и интересные направления развития компании; накапливать интеллектуальный потенциал, более широко использовать знания сотрудников, при этом экономя средства на обучение.

Управление знаниями/информацией – это накопление ценных для организации знаний, информации и опыта (далее, кратко – информации), их систематизация и обеспечение разграниченного по правам, быстрого по времени, простого по форме доступа к информации сотрудников, руководителей, партнеров организации.

Создание системы управления информацией прямым (в качестве нематериальных активов и гудвила) и опосредованным путем (созданию материальных активов с использованием обобщенного корпоративного опыта) может действенным образом оказывать позитивное влияние на стоимость компании, её капитализацию.

Принципами построения системы управления информацией являются:

- Эффективный обмен информацией;
- Централизация управления;
- Стандартизация процедур;
- Разделение областей ответственности;
- Наглядность результатов деятельности каждого сотрудника.

Накопление информации предполагает наличие таких средств её хранения, как база данных, локальная сеть или портал, библиотека и т.д. В данном случае рассматриваются следующие **инструменты системы управления информацией**.

1. Схема бизнес – процессов

Схема бизнес-процессов предназначена для четкой постановки задач, уточнению областей ответственности, определению входящей и исходящей информации и представлению картины взаимодействия с другими подразделениями.

Составные элементы схемы бизнес – процессов:

- Задачи и бизнес-процессы подразделений;
- Оргструктура подразделений;
- Входящая информация и конечные результаты работы.

В целях информированности участников бизнес-процессов схема размещается в информационном портале для общего доступа.

2. Повестка дня / Протокол совещания (в электронном виде)

Электронная таблица Повестки / Протокола совещания применяется как инструмент эффективного планирования и контроля в режиме реального времени. Задания в Повестках / Протоколах формируются на собраниях, а полученные результаты фиксируются в процессе работы. Структура Повестки/ Протокола (в электронном виде) включает следующие виды информации:

- № по порядку, тема,
- Задания;
- Исполнители/ Дата;
- Ход выполнения заданий: сделано, сделать, справочная информация;

Повестка / Протокол совещания "___"_____ 2005г.						
Участники: _____						
№ № п/п	Тема	Задания	Исполнители/ Дата	Ход выполнения заданий	Выполнено (дата)	Материалы
				сделано:		
				сделать:		
				справочная информация:		

- Выполнено (дата);
- Материалы (гиперссылка на материалы);

Повестка/Протокол совещания имеет следующий вид:

В результате четко прослеживаются этапы решения задач и фиксируются результаты работы. Гиперссылки на подготовленные документы в графе “Материалы” существенно повышают информативность. По результатам обсуждения на собрании Повестка трансформируется в Протокол: вносится информация по обсужденным вопросам и изменяется заглавие.

3. Типовая форма Плана / Отчета сотрудника и подразделения.

Типовая форма Плана / Отчета сотрудника предназначена для четкого изложения и оценки результатов работы сотрудника и подразделения, связи сферы ответственности и выполненных задач, формирования единой корпоративной системы планово-отчетной документации.

Структура типового Плана/ Отчета состоит из следующих разделов: № по порядку, сфера ответственности (бизнес-процесс), задачи / результаты, примечания, и имеет следующую табличную форму:

ПЛАН / ОТЧЕТ на / за _____ (период)			
№	Сфера ответственности (бизнес-процесс)	Задачи / Результаты	Примечания
I	Новации		
II	Текущая работа		
III	Работа с предприятиями		
IV	Методические материалы		

V	Повышение квалификации		
VI	Общественная работа, направленная на укрепление коллектива		

Вначале формируется План, затем после внесения информации по итогам работы План преобразуется в Отчет.

4. Локальная сеть / корпоративный портал

Структурированная локальная сеть / корпоративный портал как электронное хранилище данных и пространство для обмена информацией обеспечивает оперативный и автономный доступ к рабочим материалам в соответствии с правами доступа, обмен информацией и совместную работу пользователей разных подразделений организации. Материалы в локальной сети / корпоративном портале структурируются по:

- Темам;
- Основным бизнес-процессам;
- Пользователям.

В состав локальной сети и/или корпоративного портала включаются:

- Базы данных, каталоги и библиотеки нормативных документов
- Тематические каталоги (основные бизнес-процессы, презентации, кадры, информационные проекты и другое);
- Каталоги подразделений и сотрудников.
- Планируемые совещания, повестки и протоколы совещаний
- Разделы для совместной работы по документам и проектам
- Форумы – как информационная площадка для обмена мнениями

Каждому пользователю или группе пользователей устанавливаются собственные права на доступ к информации.

5. Базы данных и каталоги материалов организации

5.1. База данных руководящих документов организации

Назначение - обеспечение информированности сотрудников о нормативных актах и важнейших решениях руководства.

Содержание - содержит полные тексты документов, указывает на статус, учитывая изменения и прекращение действия документа

5.2. База данных договоров НИОКР и консультационных услуг.

Назначение:

- Систематизация информации по договорам;
- Исключить возможность дублирования выполняемых разработок;
- Обеспечить эффективный контроль за сроками исполнения договоров;
- Осуществлять мониторинг расходования финансовых средств.

Содержание - вид, предмет, сроки, суммы, куратор и другие атрибуты текста договоров.

В базе данных фиксируются результаты внедрения НИОКР и эффективность разработок по каждому договору. База данных формирует отчеты в необходимых пользователям ракурсах/аспектах. Информация в базу данных вносится кураторами, ведущими договор.

5.3. Электронный Каталог методических и нормативных материалов.

Назначение:

- Быстрый доступ к нормативным и методическим документам;
- Возможность для пользователей обсуждать интересующие вопросы.

6. Электронная система документооборота Lotus Notes на каждом рабочем месте.

Электронная система документооборота на базе Lotus Notes – это электронная система для регистрации входящих и исходящих документов, поступающих в организацию (подразделение) и исходящих из организации (подразделения). Электронная система документооборота, установленная на каждом рабочем месте работника, позволяет

осуществлять сквозной контроль в режиме реального времени исполнения всех поручений и фиксировать конечный результат (созданный документ).

Состав информации, регистрирующейся в электронной системе документооборота:

- номер, дата, тема документа;
- резолюции (поручения) руководителей по документу;
- поставлен или нет документ на контроль;
- отчет работника по исполнению документа;
- полный текст документа в электронном виде (прикрепленный файл).

Для контроля исполнения поступивших документов электронная система документооборота автоматически формирует сводки по исполнению находящихся на контроле заданий.

Итак, ни один из рассмотренных выше инструментов управления информацией не претендует быть средством немедленного повышения стоимости компании. Но, как показывает опыт, применяемые разработки существенно оптимизируют управленческий процесс, что, безусловно, способствует увеличению капитализации компании.

Системный подход к НИОКР и консультационным услугам в аспекте управления стоимостью

*инновационная деятельность
научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы
консультационные услуги
стоимости НИОКР и консультационных услуг*

Одной из важных составляющих увеличения капитализации крупных компаний является научно-техническое развитие и, в целом, инновационная деятельность. Созданные в процессе инновационной деятельности объекты интеллектуальной собственности (патенты, ноу-хау, изобретения) представляют непосредственную ценность в качестве нематериальных активов, а также способствуют созданию материальных активов. Продуктивность инновационной деятельности как творческого процесса в значительной мере зависит от мотивации, наличия стимулов. Здесь заметная роль в крупных компаниях принадлежит подразделениям, управляющим научно-техническим развитием и человеческими ресурсами. Создание соответствующих условий поощрения новаторских разработок, участия в организации **научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ** (НИОКР) и **консультационных услуг** (КУ) сотрудниками и подразделениями содействует развитию каждого направления деятельности компании, а значит повышению стоимости компании в целом.

Другая важная роль подразделения, координирующего научно-техническое развитие компании – это система управления информацией, база данных собственных и внешних разработок.

Одним из инновационных направлений в крупной компании является организация договоров НИОКР и КУ. Системный подход к организации и управлению инновационными процессами¹ является одним из ключевых факторов, с помощью которого можно оптимизировать расходы на НИОКР и КУ, повысить стоимость компании, способствовать стратегическому развитию² и финансово-экономической привлекательности компании для акционеров и инвесторов.

В данном случае основными инструментами системного подхода к НИОКР и КУ являются:

- Применение типовых таблиц расчетов стоимости и экономической эффективности НИОКР и КУ для определения целесообразности планируемых и выполненных работ в разных сферах деятельности.
- Оперативная оценка стоимости и эффективности планируемых договоров НИОКР и консультационных услуг с помощью предлагаемых таблиц.
- Организация действенного мониторинга использования результатов и создание необходимой базы данных по договорам НИОКР и консультационных услуг.

Такой подход способствует обеспечению более рационального распределения и контроля денежных средств на НИОКР и консультационные услуги, а также повышению отдачи вложенных в деятельность компании финансовых ресурсов.

НИОКР - научные исследования и (или) опытно-конструкторские разработки, осуществляемые в целях создания новых или совершенствования применяемых **технологий**, создания новых видов сырья или материалов, знаний, продуктов, процессов,

¹ В.И.Грайфер, В.А.Галустянц, М.М.Виницкий "Методология и практика управления инновационной деятельностью (на примере нефтедобывающей промышленности)". Монография.- М.: ГУП Изд-во "Нефть и газ" РГУ нефти и газа им.И.М.Губкина, 2002.-350с.;

² В.Ю.Алекперов. Стратегические направления системной реорганизации управления нефтяными компаниями (на примере ОАО "ЛУКОЙЛ") - М.;1998.64 с.

устройств, систем и методов для решения технологических, инженерных, экономических, социальных, гуманитарных и иных проблем. (Налоговый Кодекс глава 25, статья 262)

Консультационные услуги (КУ) - организационная и информационная деятельность, осуществляемая по заказу и направленная для решения задач: управления, образования маркетинга, рекламы, внедрения инноваций, подготовки документации, а также выполнения аудиторских, бухгалтерских, инжиниринговых и других работ. (Налоговый Кодекс глава 25, статья 264; Инструкция Госкомстата, 1. Общие положения.)

1. Требования к темам НИОКР и консультационных услуг.

НИОКР

- Тематика работ должна быть связана с созданием новой или усовершенствованию производимой продукции (товаров, работ, услуг), в частности по изобретательству;
- Результаты работ должны использоваться в производстве в течение не менее 12 месяцев;
- Результаты работ должны использоваться исключительно в собственном производстве (например, НИОКР могут проводиться только по месторождениям, по которым имеются лицензии и объектам, находящимся в собственности предприятий);
- Результаты работ должны приносить экономические выгоды (доход).
- Сумма расходов может быть определена и подтверждена;
- Имеется документальное подтверждение выполнения работ (акт приемки) и использование результатов должно быть продемонстрировано.

Ответственным за НИОКР целесообразно учитывать требования Налогового кодекса РФ (ч. II, глава 25, ст. 262) при формировании тем НИОКР, а также требования ПБУ 14/2000 (Приложение 1) - в части информации о том, что, к нематериальным активам относятся и результаты интеллектуальной деятельности.

Консультационные услуги

Заявки по консультационным услугам ранжируется по степени важности, срочности и необходимости включения в проект плана консультационных услуг с предоставлением расчета стоимости услуг и экономической эффективности планируемых тем.

2. Определение стоимости НИОКР и консультационных услуг

В соответствии с "Налоговым кодексом" "расходами на научные исследования и (или) опытно-конструкторские разработки признаются расходы, относящиеся к созданию новой или усовершенствованию производимой продукции (товаров, работ, услуг), в частности, расходы на изобретательство, а также расходы на формирование Российского фонда технологического развития и иных отраслевых и межотраслевых фондов финансирования научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ по перечню, утверждаемому Правительством Российской Федерации в соответствии с Федеральным законом "О науке" (в редакции Федерального закона от 29.05.2002 № 57-ФЗ).

Определение стоимости НИОКР и консультационных услуг в подразделениях и дочерних обществах компании может осуществляться: на основе аналогов, экспертным путем и на основе расчетов.

В предлагаемой статье используется в своей основе схема определения стоимости НИОКР, разработанная НИЦ "ЛУКОЙЛ" ("Временная методика – 2003"). Учитывая большое число планируемых договоров разных сфер деятельности, из соображений практической целесообразности, авторами данной статьи схема определения стоимости работ минимизирована и типизирована. Это позволит осуществлять расчёт стоимости работ оперативно и в укрупненной форме.

Стоимость договора на выполнение научно-исследовательских и проектных работ рассчитывается по формуле:

$$\text{Стоимость} = \text{себестоимость} + \text{прибыль}$$

В соответствии с ПБУ 10/99 (пункт 8 Положения) расходы (себестоимость) формируются по

следующим видам затрат: материальные затраты, затраты на оплату труда, отчисления на социальные нужды, амортизация и прочие затраты. Расчеты стоимости тем НИОКР и КУ предлагается осуществлять с помощью таблицы 1. Перечень и более детальное содержание статей затрат устанавливается организацией самостоятельно (ПБУ 10/99).

Поскольку из всех видов затрат фонд оплаты труда (таблица 1) является наиболее спорным между заказчиком и исполнителем, то в таблице 2 предлагается один из возможных вариантов экспресс – оценки этой статьи затрат:

Ориентировочная стоимость работы или услуги (предложение исполнителя) выносится на научно-технический совет организации, где определяется источник финансирования и соответствие тематики направлениям выделенных лимитов операционных бюджетов структурных подразделений.

Целесообразно разграничение договоров по их стоимости. Каждая компания разрабатывает свои внутрикорпоративные регламенты. В соответствии с внутрикорпоративным регламентом в зависимости от ориентировочной стоимости договора отбирает исполнителей работ путем переговоров, то есть упрощенной процедуры либо на корпоративных тендерных комитетах.

При выборе претендента – потенциального исполнителя договора, безусловно, важную роль играют стоимость договора, условия расчетов и предполагаемая эффективность результатов работы / услуг, компетентность потенциального исполнителя и анализ предоставленных им фрагментов предыдущих аналогичных работ.

3. Определение эффективности НИОКР и консультационных услуг

Определение эффективности НИОКР и консультационных услуг осуществляется с целью:

- оценки непосредственного эффекта от использования работ (услуг);
- принятия решения о необходимости выполнения работ (услуг).

Предлагается различать коммерческие договора, реализация которых подразумевает получение экономического эффекта (прибыли) и некоммерческие договора, которые не предполагают получение прибыли и ставят своей целью получение иных эффектов: создания инфраструктуры бизнеса, разработка нормативов, положений и методик, развитие социальной защищенности работников, информационное обеспечение и т.д.

В этой связи, экономическую эффективность НИОКР и КУ предлагается определять в зависимости от типа договора:

1) при наличии прибыли от разработок (в коммерческих договорах) – с помощью расчета показателя рентабельности;

2) при отсутствии прибыли от разработок (в некоммерческих договорах) – путем выявления экономии затрат от внедрения разработки.

Коммерческие договора НИОКР и КУ. Как правило, крупная компания имеет значительное число договоров НИОКР и КУ, а производственное предприятие не имеет достаточного времени на расчеты для быстрого определения экономической эффективности большого количества коммерческих договоров НИОКР и КУ разных сфер. Поэтому предлагается проводить упрощенную экспресс-оценку с помощью одного интегрированного показателя - рентабельности разработки и внедрения НИОКР и КУ:

$$\text{Рентабельность разработки и внедрения НИОКР/КУ} = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Затраты}} \times 100 (\%)$$

Расчет рентабельности предлагается производить с помощью таблицы 3:

В **некоммерческих договорах**, целесообразно различать: **управленческие, научные, экологические, социальные и ресурсные эффекты**. (Внутрикорпоративные правила НИОКР- Газпром). Экспертную оценку указанных эффектов осуществляют подразделения по соответствующим направлениям (подразделения по управлению персоналом, научно-технических разработок, экологии, и другие).

При отсутствии прибыли **некоммерческих договоров НИОКР/КУ** экономическую

эффективность предлагается определять путем выявления экономии затрат, полученной в результате внедрения разработок с помощью таблицы 4.

Расчет экономической эффективности консультационных услуг, направленных на повышение квалификации сотрудников, совершенствование методов управления и других услуг, не всегда легко подсчитать. В подобных случаях для определения эффекта в денежном эквиваленте можно также применять метод экспертной оценки специалистов в конкретной области.

Мониторинг результатов НИОКР, консультационных услуг и ведение базы данных договоров

Важнейшим фактором повышения результативности научных разработок является система мониторинга использования результатов НИОКР и консультационных услуг. В этих целях необходимо создать базу данных по договорам (работам) и результатам их внедрения, что позволит систематизировать имеющуюся информацию по договорам. Ведение базы данных предусматривает хранение данных, используя следующие атрибуты договоров: подразделение, вид, предмет, сроки выполнения, куратор, исполнитель, стоимость договора, сумма произведенной оплаты. В базе данных фиксируются результаты договоров и мониторинг их внедрения, а также прикрепляются в виде файла тексты договоров.

Работа с Базой данных позволяет осуществлять: поиск необходимой информации, ввод данных по новым договорам, редактирование имеющейся информации, контроль за расходованием финансовых средств, а также автоматическое формирование отчетов по требуемым атрибутам договоров (таблица 5). Создание базы данных обеспечивает также исключение дублирования планируемых работ (оказываемых услуг).

Таким образом, системный подход с применением конкретных несложных инструментов способствует более целостному и одновременно оперативному анализу договоров НИОКР и консультационных услуг при планировании и подведении итогов, а также в целом наиболее рациональному использованию финансовых средств компании.

Таблица 1

Расчет стоимости договора

№ п.п.	Показатели	Значение показателя
1	Материальные затраты	
2	Фонд оплаты труда	
3	Отчисления на социальные нужды	
4	Амортизация	
5	Прочие	
6	Итого: себестоимость научно-технической продукции	
7	Плановые накопления (прибыль) ³	
8	Всего: стоимость договора НИОКР/КУ	
	НДС	18% от п.8
	Всего с НДС	

Таблица 2

Расчет фонда оплаты труда

№ п.п.	Категория работников (исполнителей договора)	Количество	Объем работ (человеко-дней)	Дневная ставка (руб./день)	Стоимость (руб.)
1					
2					
3					
4					
	ИТОГО:				

³ Прибыль исполнителя НИОКР, включенная в стоимость договора, определяется в процентном отношении к себестоимости в размере не ниже банковской ставки рефинансирования, но, как правило, не выше 15 %.

Таблица 3

№ п.п.	Наименование показателя	Значение показателя
1	Доход от разработки и внедрения НИОКР и КУ:	
1.1	от продажи продукции основной производственной деятельности	
1.2	от продажи НИОКР и КУ (если это имеет место)	
2	Затраты на:	
2.1	выполнение НИОКР и КУ и продажу разработок (если это имеет место)	
2.2	внедрение НИОКР и КУ:	
2.2.1	капитальные вложения	
2.2.2	текущие (эксплуатационные) расходы	
3	Прибыль	
4	Рентабельность, %	

Расчет рентабельности разработки и внедрения НИОКР и КУ (тыс.руб.)

Таблица 4

Расчет экономии затрат

Показатель	Вариант до внедрения	Вариант после внедрения	Экономия, тыс.руб.
Себестоимость продукции (работ, услуг)			

Таблица 5

Вид работ	№ Договора	Статус	Исполнитель договора	Куратор (ФИО)	Предмет договора	Общая сумма договора	Освоенные средства	Остаток средств	НДС	Эффективность	Мониторинг использования результатов
											Апробация данной модели в дочерних обществах

Влияние информационных технологий на стоимость компании в экономике знаний

Понятие знания

Экономика знаний, ее основные характеристики

Стоимость компании в экономике знаний

Интеллектуальный капитал

Составляющие интеллектуального капитала: человеческий капитал, структурный капитал, капитал отношений или клиентский капитал

Интеллектуальный капитал и управление знаниями

Информационные технологии в управлении знаниями

В современной экономике **знания** превращаются в определяющий фактор успеха и конкурентоспособности компании. «Так как **знания** стали единственным наиболее важным фактором производства, управление интеллектуальными активами стало единственной важнейшей задачей бизнеса», - Томас А. Стьюарт, член совета издателей «Fortune».

Знания не являются новым понятием, однако только в последнее время им уделяется повышенное внимание вследствие важности этого актива для экономики компании.

Знания – это осмысленные связи, которые люди устанавливают в своем сознании между информацией и ее использованием для действий в определенных ситуациях. Это определение носит конструктивный характер и позволяет использовать конкретные методы управления **знаниями** для повышения эффективности деятельности компании. «Новый источник благосостояния является нематериальным; это информация, знания, используемые в работе для создания ценности.» - Уолтер Ристман, бывший президент Citibank.

Экономика знаний, или «новая» экономика – это понятие, появившееся в последние 10 – 15 лет, и характеризующее новым соотношением между величинами материальных и нематериальных активов в капитализации ведущих компаний.

Джеймс Коуплэнд, Deloitte&Touche Tohmatsu, говорит: - «Легко видеть, что в **экономике знаний** доля **интеллектуального капитала** в себестоимости и цене товаров и услуг растет в процентном выражении со временем. Это означает, что год от года интеллектуальный капитал становится все более и более важным в производстве товаров и услуг. Наглядным примером может служить фармацевтическая промышленность, в которой интеллектуальный капитал составляет около 99,5% в себестоимости продукции, в противоположность доле веществ, которые, собственно, и составляют лекарства.

Кроме того, **экономика знаний** проявляет себя на фондовом рынке. В 1980 торговля акциями шла при отношении «цена-балансовая стоимость (book value)» равным примерно 1:1, или фактически по цене материальных активов компаний. Сегодня это отношение составляет 5:1, т.е. рыночная цена акций в пять раз превышает стоимость материальных активов. Что же может объяснить эту колоссальную разницу, возникшую за 20 лет? Ответ ясен: интеллектуальные активы компаний.»

В соответствии с классической теорией, вытекающей из теорем Миллера-Модильяни и модели CAPM Шарпа, **стоимость компании** определяют с помощью генерируемого ею денежного потока, дисконтируемого по ставке WACC (средневзвешенной стоимости капитала для компании – акционерного и заемного). Полученная величина сравнивается с величиной рыночной капитализации компании. В идеале эти величины должны совпадать. Эти методы опираются на рыночную оценку компании и служат оценкой результатов управления стоимостью компании, направленных на ее повышение.

Собственно для повышения стоимости компании необходим анализ составляющих капитализации компании и реализация мер, направленных на увеличение тех элементов,

которые имеют решающее значение. Как было показано выше, в экономике знаний решающее значение имеет интеллектуальный капитал.

Интеллектуальный капитал (с управленческой точки зрения) – это знания, прикладной опыт, организационная технология, связи и профессиональные навыки, которые имеют критическое значение для обеспечения конкурентоспособности компании на рынке.

Другое, более динамичное, определение **интеллектуального капитала** - это знания, которые могут быть превращены в стоимость или прибыль. Это ценность, которая заключается в идеях, которые, в свою очередь, принадлежат людям, процессам и клиентам/другим заинтересованным лицам.

Третье определение концептуально вытекает из подхода информационных технологий: **интеллектуальный капитал** – это интеллектуальный материал, который формализован, записан и подготовлен к созданию ценного актива.

И, наконец, четвертое определение: **интеллектуальный капитал** – это способность превращать знания и нематериальные активы в создающие благосостояние ресурсы.

Все эти определения дополняют друг друга и позволяют понять, что же есть **интеллектуальный капитал** и как его можно приумножить для повышения **стоимости компании**.

Интеллектуальный капитал является основным объектом управления для повышения стоимости компании. Соотношение интеллектуального капитала и управления знаниями заключается в том, что интеллектуальный капитал представляет структуру знаний, а управление знаниями - инструментарий для их эффективного использования.

Информационные технологии и интеллектуальный капитал. «Будущее надвигается с такой скоростью, что физический капитал быстро становится скорее пассивом, нежели активом. Все в большей степени истинная ценность компании заключается в информации и связях – вещах, которые вы совсем не можете видеть и, очень часто, не можете измерить.» - Стэн Дэвис и Кристофер Майер, Ernst&Young

Информационные технологии позволили эффективно реализовать инструменты **управления знаниями** (рис.1) в компаниях. Знания экспертов, которые теперь являются главным конкурентным преимуществом компании, становятся доступными остальным сотрудникам путем процесса создания, передачи и накопления знаний. В обычной компании т.н. неявные (скрытые) знания составляют до 95% всех знаний, а явные, т.е. формализованные и кодифицированные знания – лишь 5%. Это приводит к зависимости компании от экспертов, трудности в восстановлении знаний после увольнения кого-либо из них. Кривая обучения вновь пришедших в компанию сотрудников также может быть чрезвычайно длинной.

Фирма Хегох разработала **систему управления знаниями EUREKA**, одной из задач которой был перевод неявных знаний в явные, а также их совместное использование. Организация совместного использования знаний сотрудников была основана на создании неформальных профессиональных сообществ инженеров, в качестве среды общения использовался интранет компании. При этом сообщества функционировали сами по себе, без вмешательства менеджмента, что создавало среду доверия.

Совместное использование знаний в рамках данного проекта привело к следующим результатам:

- улучшение кривой обучения на 300%,
- 10% уменьшение времени обслуживания и затрат на запчасти
- сокращение длительности звонков и числа прерванных звонков клиентов
- повышение степени удовлетворенности клиентов.

В ходе реализации проекта была создана глобальная база знаний с эффективной системой поиска. EUREKA позволила одновременно сформировать социальный и интеллектуальный капиталы в компании, и оба могли эффективно использоваться электронным образом на интранете компании.

Основные информационные технологии, популярные в настоящее время, на российских и зарубежных предприятиях относятся к классу т.н. ERP/SCM/CRM систем. ERP-Enterprise Resource Planning (планирование ресурсов предприятий), SCM – Supply Chain Management (управление цепочкой поставок, включающее логистику), CRM – Customer Relationship Management (управление взаимоотношениями с клиентами). Кроме того, все большее распространение получают системы управления знаниями (Knowledge Management Systems). Эти системы способствуют возрастанию стоимости компаний в основном за счет большого вклада в интеллектуальный капитал компании (в соответствии с делением, приведенным выше).

Однако их реализация сопряжена с большими рисками. Особенно остро эти проблемы стоят перед российскими предприятиями, когда внедрение информационных технологий охватывают предприятия вертикального холдинга на большой территории.

Мировая статистика говорит о следующем:

- лишь 8% ИТ-проектов завершаются успешно в соответствии с техническим заданием,
- 16% укладываются во временные и стоимостные рамки
- Превышение цены варьируется от 100 до 200%
- 34% времени специалистов уходит на исправление ошибок.

Основными характеристиками таких проектов являются :

1. Огромный масштаб влияния на организацию в целом
2. Большая команда
3. Длительные сроки

Какие же основные методы минимизации рисков могут быть использованы компаниями в соответствии с современными представлениями?

1. Стратегическое планирование проекта

Набор весьма небольшого числа возможностей/целей, которые должны быть достигнуты в результате осуществления проекта. Например, для CRM системы это могут быть планируемые показатели лояльности клиентов, число новых запросов на новые услуги и продукты, число кросс-маркетинговых продаж

2. Принцип «первого лица» (поддержка со стороны руководства)

В этом случае преодолевается естественное сопротивление сотрудников организации внедрению новшеств, проект получает дополнительный административный ресурс, более безболезненно проходит смена руководителя проекта.

3. Высококвалифицированные и опытные кадры

Примерно четверть менеджеров проекта должна иметь опыт осуществления таких проектов в прошлом. Наличие большой доли высококвалифицированных работников снижает расходы на исправление ошибок, несмотря на более высокую стоимость рабочей силы.

4. Высокое качество работ на стадии проектирования

Высокое качество работ на стадии проектирования информационных технологий существенно снижает риски неуспеха. Недооценка этого факта является характерной для большинства российских компаний, когда не терпится приступить к делу, а в результате из-за недостаточной проработки проекта перерасходуются средства и время. Поэтому необходимо находить разумный баланс между ресурсами на проектирование и ресурсами на разработку и внедрение информационной системы. Высокое качество проекта приводит к стабильности архитектуры информационной системы, и, тем самым, обуславливает высокую надежность и качество выполняемых работ.

5. От этапа к этапу

- *Проверка на ранних стадиях реализации проекта:* поэтапный подход позволяет пользователям на ранней стадии осуществлять проверку ее функционирования
- *Возможность осуществления исправлений в ходе реализации проекта :* поэтапный подход предусматривает возможность пересмотра общей ситуации по мере реализации отдельных этапов проекта и внесении текущих изменений

- *Более активное привлечение пользователя к реализации проекта:* поэтапный подход позволяет пользователям оценить результаты проекта в действии; отзывы клиента представляют ценную информацию для реализации последующих этапов проекта.

6. «Технический менеджмент»

Разумное сочетание программного менеджмента и тестового контроля в рамках проектов, идущих в параллельном режиме. Обеспечивает своевременное выполнение всех параллельных ветвей проекта и обеспечивает соответствие взаимозависимых результатов параллельных ветвей проекта.

7. Управление, основанное на измеримых результатах

Каждый этап проекта должен иметь результатом некий измеримый показатель. Только при наличии четких критериев можно гарантировать соблюдение расходного бюджета и временных рамок проекта.

8. Распределение управления рисками

Под этим подразумевается распределение ответственности между различными группами кураторов проекта при наличии общего штаба по управлению проектом.

9. Инструменты управления рисками

Одним из наиболее сложных и приближенных к реальной жизни инструментов является Accenture Risk Manager, для более простых проектов можно рекомендовать Crystal Ball фирмы Decisioneering, основанной на подходе имитационного моделирования.

В заключение о наиболее распространенных на российском рынке ИТ-продуктах, внедрение которых может привести к повышению стоимости компании:

1. SAP – дорогое решение для больших компаний, в последнее время появились версии для МСП.
2. Oracle Business Suite - дорогое решение для больших компаний, в последнее время появились версии для МСП.
3. SCALA – решение для среднего бизнеса.
4. Platinum - решение для среднего бизнеса.
5. MBS (Microsoft Business Solutions) – решения Microsoft для среднего и малого бизнеса.
6. 1С (комплекс продуктов отечественного производства (Предприятие, Бухгалтерия и т.п.) – для малого и среднего бизнеса.
7. Галактика (комплекс продуктов отечественного производства) – решение для крупных компаний.
8. Парус - (комплекс продуктов отечественного производства) – решение для крупных компаний.

Вартанов Мисак Оганесович, зав. кафедрой информационного бизнеса ОПДО ФНЭ ГОУ ВПО АНХ, к.ф.-м.н., доцент, MBA (Grenoble Graduate School of Business), профессор АНХ, 795-5398, yarmiog@ane.ru

Рис.1. Управление знаниями

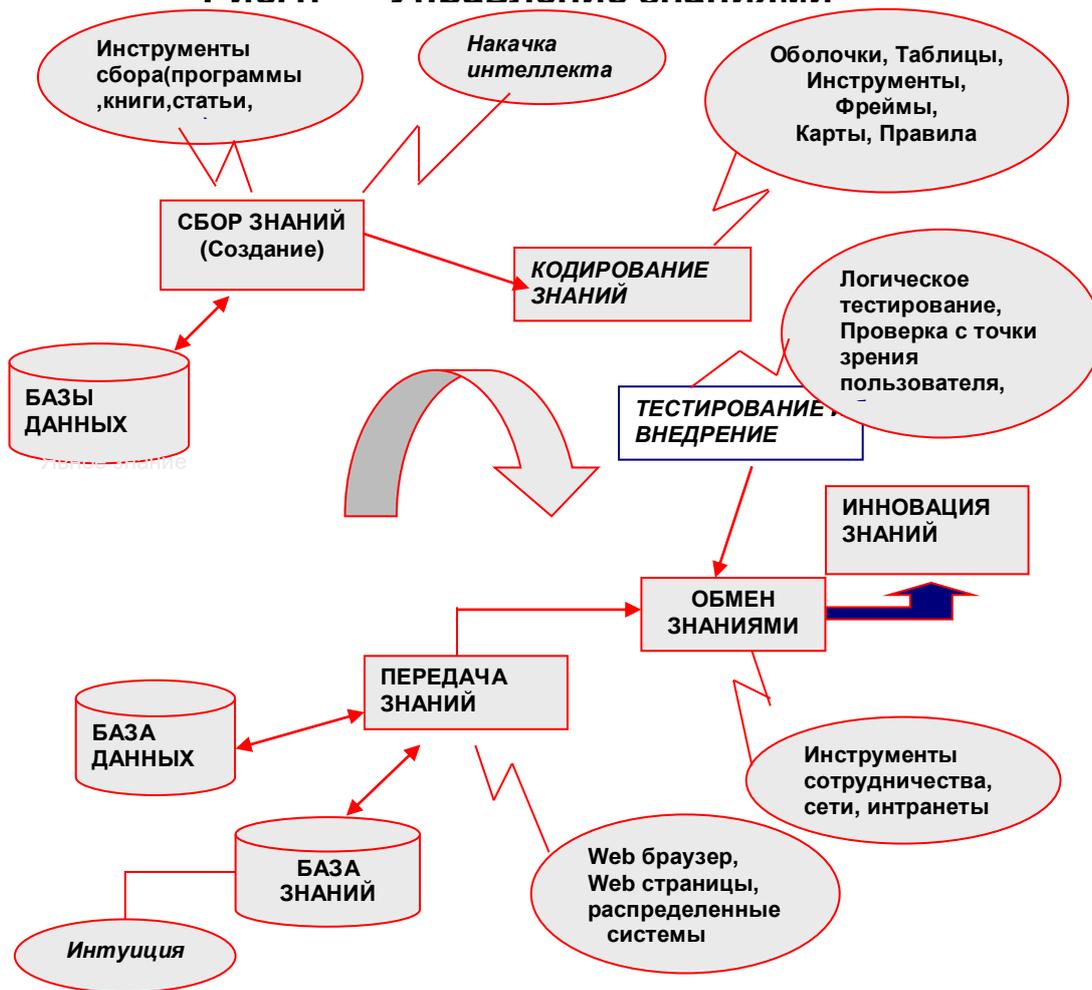


РИС. 2 Информационная система в окружающей среде и организации

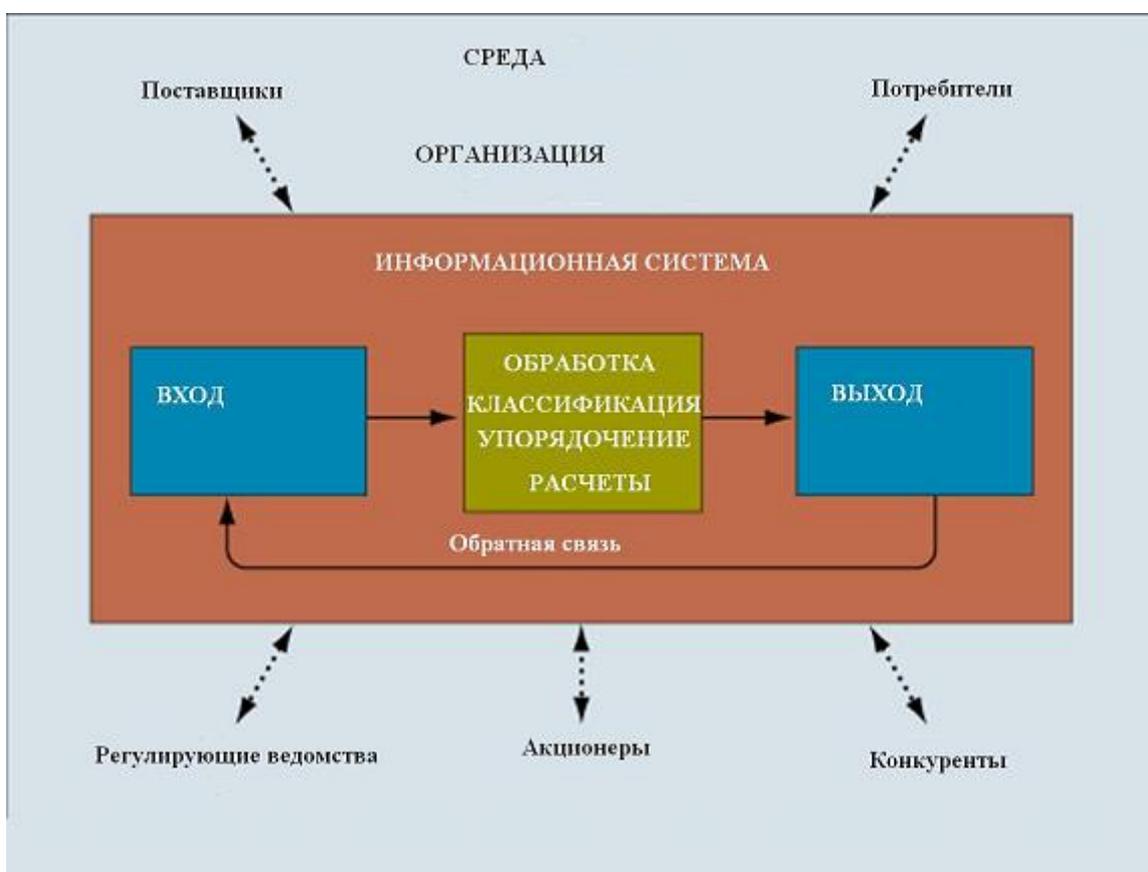


РИС. 3 Вклад информационных технологий в стоимость компании



РИС.4 Переход к электронной фирме – путь повышения стоимости компании

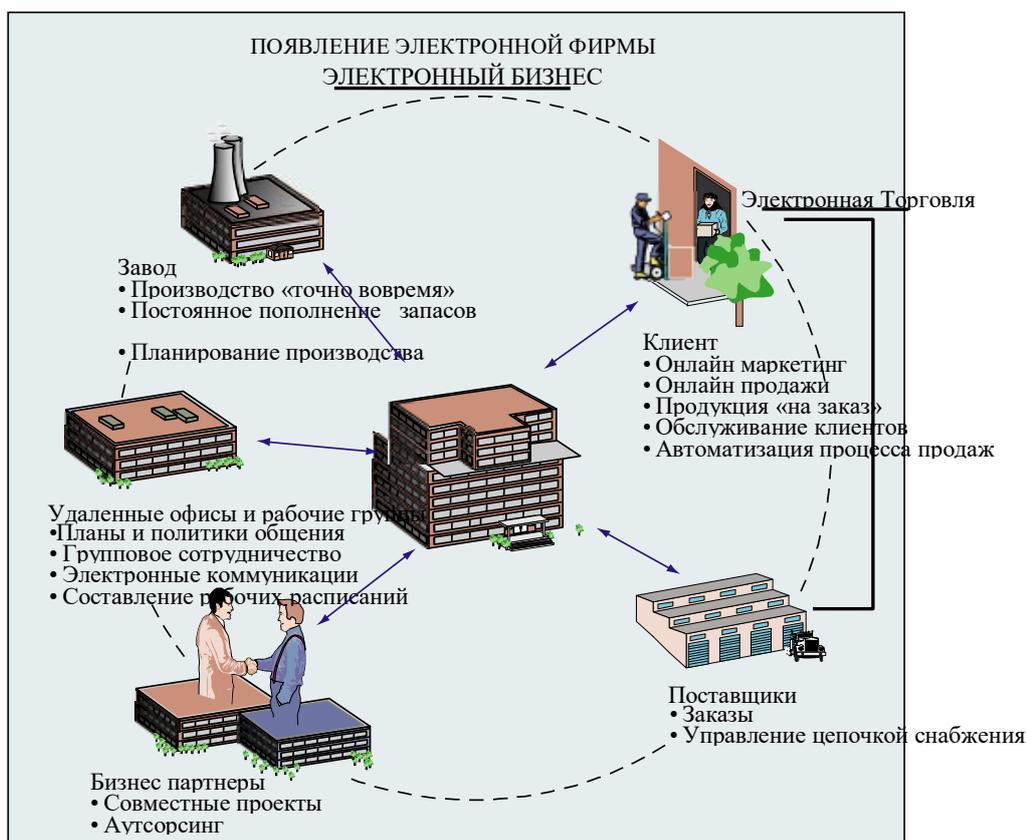
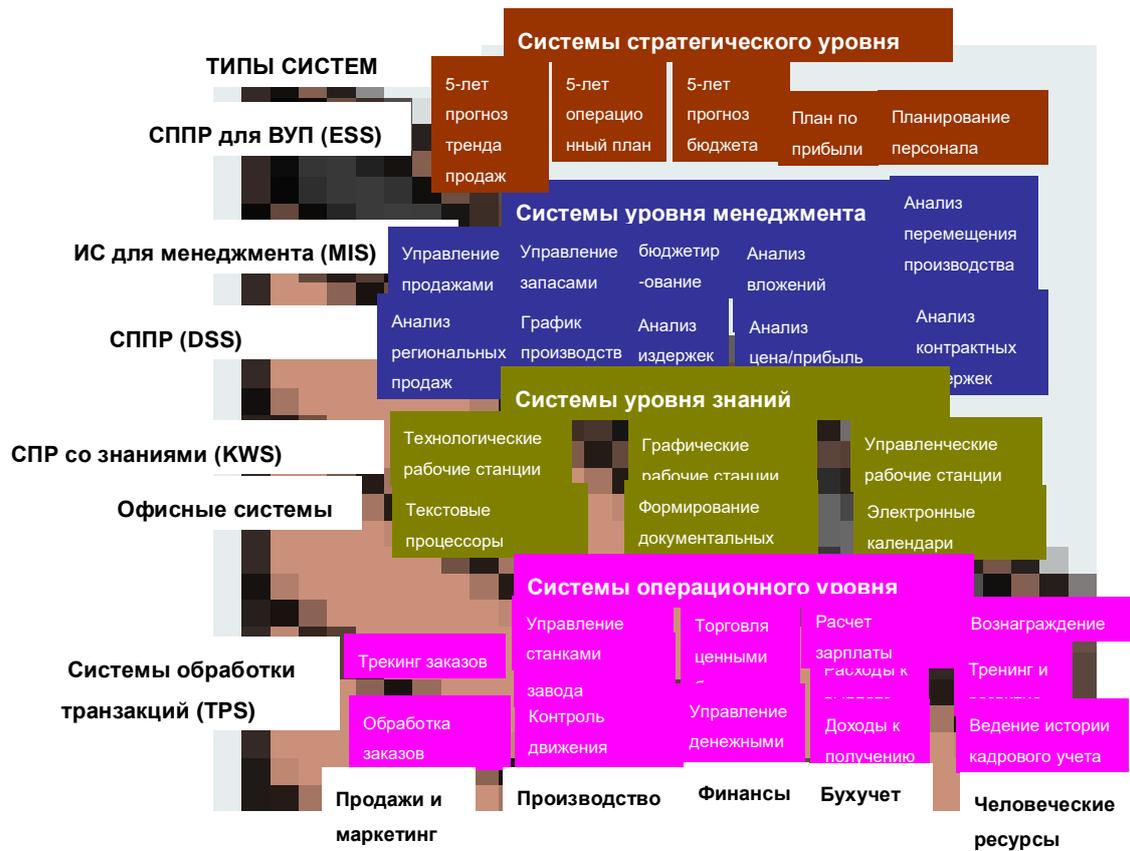


РИС.5 Главные типы систем в организации



Роль бренда в управлении стоимостью банка

*модель бренд-менеджмента
банковский брендинг
брендинг западных банков
российские банковские бренды*

На фоне наблюдаемых в глобальном бизнесе тенденций: непрерывного роста конкуренции на потребительских рынках товаров и услуг, усиления роли крупных транснациональных компаний, сокращения жизненного цикла продуктов, развития Интернета и укрепления рыночной силы потребителей - все большее значение в конкурентной борьбе играет бренд. Одновременно с изменением общих подходов к управлению компанией, усилением роли стратегического управления, трансформируется и **модель бренд-менеджмента**. Бренд становится не просто средством дифференциации продукта, сконцентрированным исключительно на маркетинге и взаимоотношениях с потребителями, а центром стратегии и связующим звеном во всех коммуникациях компании: как внутренних, так и внешних. Сегодня очевидно, что бренды своими ценностями предопределяют отношения банка не только с клиентами, но и с инвесторами, сотрудниками, поставщиками.

Проблемы банковского брендинга

Банковский бизнес – это бизнес, в основе которого лежит доверие. Вместе с тем, это сектор услуг, качество которых напрямую определяется профессионализмом и отношением сотрудников, уровнем применяемых бизнес-процессов. Очевидно, что роль бренда в данной сфере очень значительна. Тем не менее, опыт западных банков показывает, что финансовые структуры часто сталкиваются с серьезными проблемами в выстраивании доверительных отношений с клиентами.

Например, в рейтинг 100 крупнейших в мире компаний по капитализации (на конец февраля 2007 г.) входит 21 банк, тогда как в рейтинг 100 наиболее дорогих брендов агентства Interbrand за 2006 г. вошло лишь 8 банков (из них 4 – инвестиционные банки).

О слабости банковских брендов свидетельствует также то, что рынок оценивает их мультипликаторы “капитализация/прибыль” менее оптимистично, чем мультипликаторы большинства других отраслей (Таблица 1). Безусловно, данный анализ отражает также и перспективы роста компаний (именно поэтому мультипликаторы достигают наивысших значений у компаний IT), однако потенциал роста во многом определяется брендом фирмы. При рассмотрении лишь 10 крупнейших компаний каждой отрасли оказывается, что более низкое соотношение “капитализация/прибыль” имеют только компании нефтегазового сектора.

Одна из важнейших причин низкой оценки рынком перспектив банков – неопределенность доходов, в силу высокой конкуренции и низкой лояльности клиентской базы. Неудивительно, что одной из тенденций последних 10 лет в развитых странах стал выход на рынок банковских услуг розничных сетей. Первым из них стал британский ритейлер Sainsbury's, учредивший в 1997 г. банк совместно с HBOS, и в том же году его примеру последовал главный конкурент Tesco совместно с Royal Bank of Scotland. Virgin Group основала собственный банк еще раньше, в 1995 г. Не являясь изначально профессионалами в банковском бизнесе, эти компании обладали более сильным брендом, большей лояльностью со стороны клиентов, что и стало для них определяющим фактором успеха.

Бренд как центр корпоративной стратегии

Несмотря на трудности позиционирования банков, некоторым банкам все же удается создать яркий бренд, привлекающий клиентов, сотрудников и других заинтересованных лиц. Среди них, как и среди других компаний, достаточно интенсивно происходит эволюция роли банковского бренда от средства маркетинга до главного организационного принципа компании. Агентство Interbrand выделяет в данном процессе 4 стадии (Рис. 1).

1. На начальной стадии позиционирования бренд используется только для того, чтобы покупатели могли отличать продукт компании. Ценности бренда накладываются только на отношения с потребителями, в результате чего получается несовпадение позиций маркетологов и сотрудников банка, непосредственно занятых в предоставлении клиентам продуктов и услуг.

2. Вторая стадия позиционирования соответствует ситуации, когда для развития нового направления бизнеса компания создает отдельный суб-бренд. Например, интернет-банк Egg не ассоциирует себя с материнским брендом Prudential. Банк Woolwich, специализирующийся на ипотеке и купленный в 2000 г. Barclays, долгое время сохранял все атрибуты своего бренда. Даже после происходящего сейчас объединения каналов продаж под единым брендом Barclays ипотечные продукты банка будут по-прежнему продаваться под брендом Woolwich. Данная стратегия оправдана в тех случаях, когда бренд всей организации слишком консервативен и не может поддерживать нововведения (в ситуации с интернет-банкингом), либо когда суб-бренд является очень сильным (в случае ипотечных кредитов Woolwich).

3. Третья стадия позиционирования характерна для ситуаций, когда компания планирует значительный спектр изменений, движущим фактором которых являются отношения с потребителями.

Многие крупные западные банки находятся на данной стадии. Например, в 2003 г. перепозиционирование осуществил банк Abbey (входит в 10 крупнейших банков Великобритании). До этого банк предлагал клиентам ценовые условия лучше среднерыночных, однако в отсутствие сильного бренда это не приводило к привлечению большего числа клиентов, и банк получал значительные убытки. Целью программы перепозиционирования Abbey стало налаживание доверительных отношений с покупателями путем упрощения взаимодействия с ними (упрощение продуктовой линейки, уход от использования сложных банковских терминов при общении с клиентами).

Один из недавних примеров изменения стратегии банка – пример Fifth Third Bank, входящего в 15 крупнейших банков США. В феврале 2007 г. Fifth Third изменил свой логотип и заявил о комплексном реформировании своей брендинговой политики. Помимо изменения внешних атрибутов бренда, банк внес коррективы в процесс продаж, подверг пересмотру продуктовую линейку, добавив новые продукты, провел тренинги персонала, обучающие их новой практике отношений с клиентами, ввел новую систему оценки персонала.

4. Бренд как центр корпоративной стратегии. В данном случае стратегия брендинга и общая стратегия компании разрабатываются и принимаются одновременно, ценности бренда поддерживаются всеми сотрудниками и присутствуют в отношениях с внешними пользователями.

Таким образом, бренд является оптимальным инструментом для организации изменений в бизнесе банка, как при продвижении новых продуктов и выходе на новые сегменты банковских услуг, так и при комплексном изменении стратегии.

Бренд как основной фактор стоимости

На примере стратегической карты банка (Рис. 2), показано, каким образом бренд оказывает влияние на стоимость банка. Ключевой целью банка является максимизация выбранного показателя эффективности (в этих целях используются традиционные соотношения ROE и EPS, а также показатель операционной прибыли EBITDA, показатель свободного денежного потока для акционеров FCFE, и показатели остаточного дохода EVA, CVA и SVA). При анализе факторов повышения стоимости данная цель распадается на подцели, связанные с клиентской составляющей, составляющей бизнес-процессов, составляющей обучения и роста. Факторы стоимости находятся в тесном взаимодействии. Прямое влияние бренда – это успешная маркетинговая стратегия, благодаря которой у банка появляется возможность устанавливать более высокие цены на продукты, а также привлекать и удерживать большее число клиентов, в результате чего растут доходы.

Однако в банках, где бренд является центром корпоративной стратегии, ценности бренда через корпоративную культуру распространяются также и на бизнес-процессы (используемые

банком технологии, каналы дистрибуции, подходы к управлению риском), и на сферу управления персоналом (требования к персоналу, система оценки и вознаграждения, система передачи опыта, программы обучения и развития персонала), которые также оказывают влияние на стоимость. Определяя стандарты корпоративного управления в банке, бренд способствует снижению стоимости привлечения средств акционеров и заемного финансирования (облигации, субординированные кредиты и т.д.). За счет этого бренд в конечном итоге реализуется в усилении позиций банка на рынке, улучшении его финансовых результатов и росте богатства акционеров.

Наиболее адекватным показателем, отражающим прирост стоимости, считается показатель экономической добавленной стоимости. Однако, хотя он позволяет в значительной степени учесть факторы стоимости, в некоторых случаях использование исключительно EVA в качестве целевого ориентира может привести к кратковременному росту стоимости за счет ее падения в долгосрочной перспективе. Одним из способов решения данной проблемы является система сбалансированных показателей, в которой для каждого фактора стоимости устанавливаются свои целевые ориентиры.

Учитывая высокую важность бренда в процессе управления стоимостью, очевидно, что в систему сбалансированных показателей необходимо включать и контрольные показатели по развитию бренда. Тем не менее, бренд – сложно измеримый нематериальный актив, и в настоящий момент банки ограничиваются использованием следующих переменных:

- показатель удовлетворенности клиентов (рассчитывается исходя из опросов)
- показатели удержания и потери клиентов (доля клиентов, которые становятся постоянными клиентами/доля постоянных клиентов, которые покидают банк).

Важный момент – необходимость соблюдения баланса интересов между новыми и уже существующими клиентами. В современном маркетинге распространена модель “долгосрочной ценности покупателя”, предполагающая, что клиенты пользуются услугами банка в течение всей своей жизни, т.е. от своих привлеченных клиентов банк получает доход в долгосрочном периоде, и поэтому допустимо привлекать новых клиентов с убытком для банка. В результате получается, что наиболее преданные клиенты оплачивают банку привлечение новых покупателей, и, скорее всего, рано или поздно клиенты будут уходить из банка.

Однако очевидно, что данные показатели характеризуют лишь взаимодействие банка с покупателями его продуктов и услуг. Важной целью является разработка показателей, отражающих также степень приверженности сотрудников к бренду, удовлетворенности инвесторов и т.д. Важно применять взвешенный подход, т.к. стремление банка увеличить ценность услуг для потребителя (которое, несомненно, будет способствовать усилению бренда) может привести к сокращению прибыли и перераспределению стоимости от акционеров банка к клиентам.

Тенденции брендинга западных банков

В последние годы фокус в бренд-менеджменте все больше смещается с продвижения единичных продуктов на продвижение всей структуры брендов компании.

Также наметилась тенденция отказа от позиционирования функциональных характеристик и переход на эмоциональные характеристики в позиционировании. Так, ведущие западные банки все чаще используют рекламу, направленную на эмоции человека, а не рекламу, которая убеждает в рациональности выбора предлагаемых продуктов. Эта тенденция проявляется также в повышенном внимании к дизайну продуктов, в частности, кредитных карт. Например, карты Virgin - все красного цвета, но поверхность этих карт может быть разная. Поэтому, покупая кредитную карту, клиент может выбрать, какой дизайн будет у его карты.

Сегментация клиентов проводится не только по уровню благосостояния, возрасту и полу, но и по эмоциональным характеристикам. При выборе “эмоциональности” в качестве основного критерия позиционирования банки руководствовались принципами, заложенными в пирамиде Маслоу, которая наглядно представляет потребности человека. В основании пирамиды – самые важные потребности, связанные с поддержанием жизнедеятельности, но по мере

удовлетворения насущных потребностей у человека появляются потребности более высокого уровня - в уважении, в духовном развитии и т.д. Аналогичная ситуация характерна для требований людей к качеству банковских услуг. Внизу пирамиды – потребности людей, заинтересованных, прежде всего, в функциональных качествах предлагаемых услуг. Для этой группы клиентов будет эффективно функциональное позиционирование. По мере того, как мы поднимаемся от основания пирамиды вверх, количество людей, которые будут интересоваться эмоциональным позиционированием, растёт, вес этих людей в обществе и их важность для банка также увеличиваются (Рис. 3).

Характер отношений с клиентами постепенно меняется: банки стремятся не просто выполнять операции по поручению клиентов, но пытаются стать советчиками клиентов по вопросам личных финансов.

Российские банковские бренды

В отличие от развитых стран, где рынок банковских услуг является зрелым, для России характерно быстрое изменение рыночных условий, которые формируют специфические требования к банковским брендам. Соответствие этим требованиям во многом определяет успешность стратегии банка.

Стремительное развитие рынка розничных банковских услуг в последние 6-7 лет характеризовалось важными структурными изменениями. В 1998-2001 гг. финансовая система страны восстанавливалась после тяжелого кризиса, и розничные банковские услуги были ограничены, главным образом, вкладными операциями. Накануне дефолта (на 01.07.1998 г.) доля задолженности физических лиц в активах банковской системы составляла лишь 1,6%, и к началу 2002 г. она возросла только до 2,5%. Банки ориентировались в основном на кредитование юридических лиц, а целью обслуживания физических лиц было, прежде всего, привлечение необходимых финансовых ресурсов. Так как население обращалось в банк, чтобы сохранить свои сбережения, главным фактором при выборе банка была его надежность и устойчивость, и именно на эти характеристики ставили акцент успешные банки при позиционировании своих брендов.

Однако с улучшением экономической ситуации в стране, с ростом реальных доходов населения, банки начали осознавать, какой огромный потенциал содержит в себе розничный рынок, и стали постепенно вводить в свою продуктовую линейку кредитные программы для физических лиц. В результате за 5 лет рынок потребительского кредитования вырос в 28 раз, и доля кредитов населению в активах к 1 апреля 2007 г. достигла 14,3%. В этот период началась трансформация модели поведения потребителей от накопительной системы к жизни в кредит. Доля вкладов физических лиц в пассивах банков в начале 2004 г. достигла 27% и с тех пор находится примерно на этом уровне. Кроме того, была введена система страхования вкладов, которая привела к существенной минимизации риска потерь по банковским вкладам. В результате более важным фактором, чем масштаб и надежность банка, для населения стал процентный доход. Также усилилось значение качества банковских услуг, доступности филиальной сети, уровня обслуживания. Результатом этого становится усиление таких характеристик бренда, как высокий уровень профессионализма, близость к клиенту, доступность услуги для клиента. В ситуации со Сбербанком, являющимся лидером на основных сегментах розничного рынка, все больше заметна эволюция его восприятия населением от консервативного “государственного банка”, “сберкассы” к образу мощной, современной и динамичной организации, предоставляющей весь спектр банковских услуг. Усиление бренда и успешность выбранной бизнес-модели отражается в росте капитализации банка с 175 млн. долл. на начало 1999 г. до 80 млрд. долл. (среднее значение за май 2007 г.).

В ближайшие годы, с развитием фондового рынка и распространением альтернативных видов инвестирования сбережений, возрастающую роль будет играть способность финансового института (банка, или аффилированной с ним инвестиционной компании, пенсионного фонда) обеспечить высокую доходность вложений. Можно ожидать, что более ценной характеристикой банковских брендов будет профессионализм, совершенство, четкость и высокая оперативность работы.

В то же время, не только рыночные условия определяют позиционирование российских банков, но и бренд влияет на выбранную стратегию. Например, в последние годы очень популярным направлением бизнеса являлось потребительское экспресс-кредитование, для которого характерны очень высокие уровни просроченной задолженности. Некоторые банки, вышедшие на данный рынок, продемонстрировали заметные финансовые результаты, за счет того, что смогли компенсировать большие риски высокими процентными ставками. Однако другие участники рынка сознательно не активизировали свою деятельность в экспресс-кредитовании, т.к. для них более важным было оставаться в глазах клиентов банками с доступной стоимостью услуг.

В отличие от западных финансовых структур, российские банки в настоящее время при позиционировании чаще всего делают акцент на функциональных характеристиках. На наш взгляд, такой уровень позиционирования соответствует развитию рынка, на котором работают бренды. Пока основная масса населения России все еще недостаточно хорошо разбирается в финансовых услугах, банкам приходится давать клиентам основы финансовой грамотности и показывать преимущества от использования конкретных продуктов и услуг. Тем не менее, скорее всего, функциональные характеристики должны подчеркиваться в суб-брендах, а позиционирование бренда банка уже должно иметь эмоциональную направленность.

Таблица 1. Мультипликаторы “капитализация/прибыль” по крупнейшим компаниям мира в разрезе отраслей

Отрасль	Среднее отношение "капитализация/прибыль" по крупнейшим компаниям отрасли из рейтинга The Global 2000	Среднее отношение "капитализация/прибыль" по 10 крупнейшим компаниям отрасли
Информационные технологии	36,3	31,8
Фармацевтическая промышленность	35,7	20,4
Услуги для бизнеса	32,6	20,3
Продовольственные сети	29,8	23,1
Строительство	25,3	14,4
Производство капитальных товаров	24,9	25,2
Пищевая и табачная промышленность	23,8	17,9
Розничные сети	22,3	19,3
Товары для дома	22,2	22,2
Конгломераты	21,6	15,9
Авиация и оборонная промышленность	21,0	18,2
Гостиницы и рестораны	20,2	21,2
Медиа	19,0	19,0
Страхование	18,4	12,4
Банковская деятельность	17,9	11,5
Материалы	17,4	13,0
Коммунальные услуги	17,1	14,8
Потребительские товары длительного пользования	16,1	16,3
Телекоммуникации	15,4	19,2
Химическая промышленность	15,1	16,8
Нефть и газ	12,4	10,4

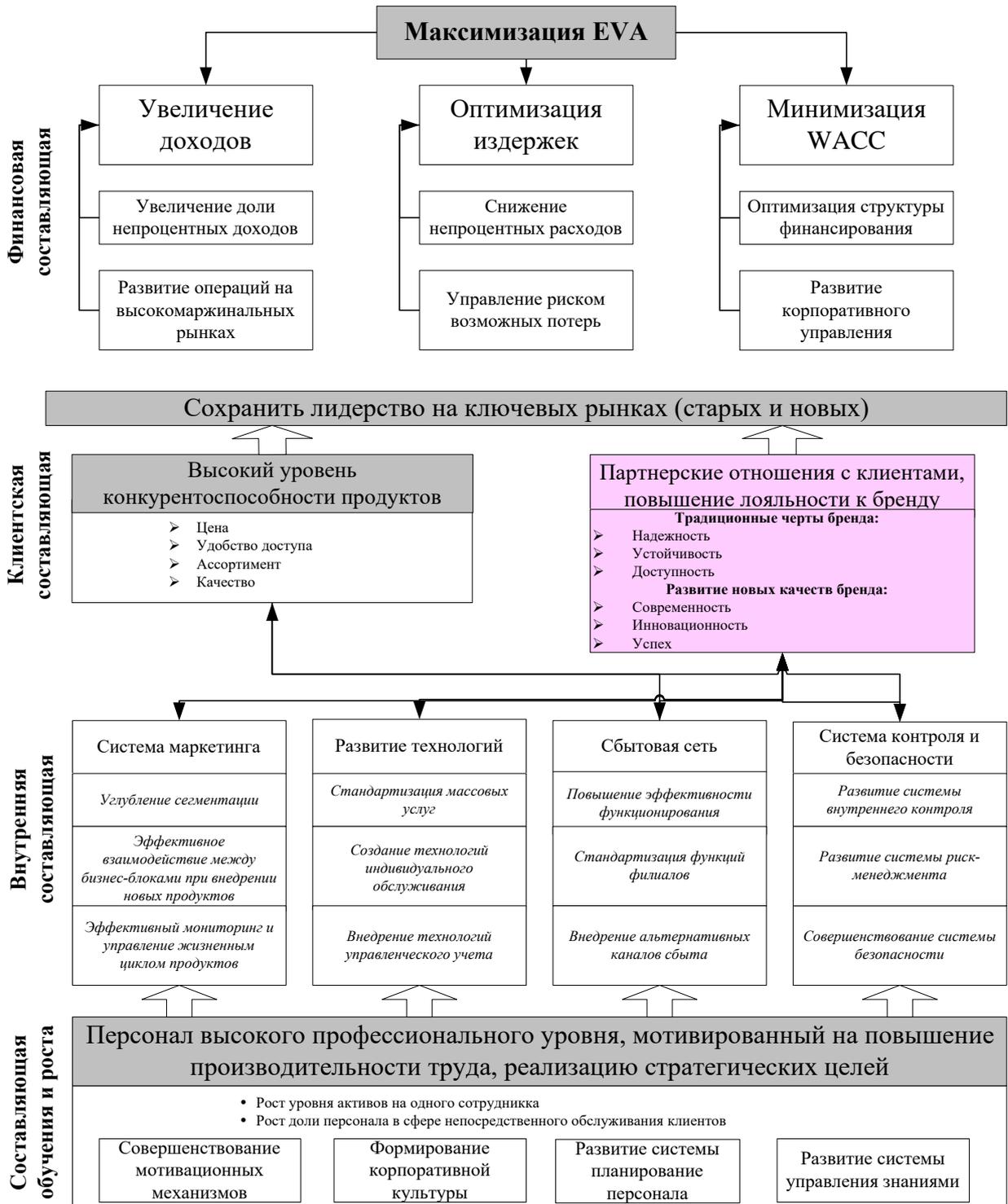
Источник: расчеты Сбербанка России по данным журнала Forbes

Рис. 1. Роль брэнда в увеличении стоимости коммерческого банка



Источник: Агентство Интербрэнд, Великобритания, “Bank on the brand”, 2001

Рис. 2 Стратегическая карта для розничного банка



Источник: Сбербанк России

Рис. 3. Ориентация банковских брендов на потребности клиентов



Источник: Международная конференция "Брэндинг в сфере финансов: практический опыт российских и западных специалистов", Москва, 2003

Технологии создания капитала элитных брендов как инструмент повышения стоимости бизнеса

бренд

бренд-билдинг

материальные активы

нематериальные активы

В последние годы на российском рынке все более активно обсуждается вопрос выбора наиболее оптимального подхода к созданию бренда. Опыт зарубежных стран доказывает тот факт, что формирование сильного бренда и его последующее продвижение являются важными составляющими маркетинговой политики, обеспечивающей успешное и прибыльное функционирование компании на рынке, а также является важным инструментом повышения стоимости бизнеса. Выживать в сегодняшних экономических условиях становится все сложнее, поэтому создание конкурентоспособного бренда - одна из приоритетных задач современных фирм.

На Западе давно утвердилось мнение, что стоимость любой успешно функционирующей компании складывается из двух составляющих: 40% - это материальные активы (оборот компании, стоимость оборудования, недвижимости, транспорта и т. д.), а остальные 60% - нематериальные активы, в том числе сильный бренд и правильно выбранная стратегия его продвижения (см. таблицу 1).

В России профессиональный подход к брендингу и стратегическому планированию интегрированных маркетинговых коммуникаций начал складываться только в последние 5–7 лет, поэтому примеров создания сильных брендов на российском рынке еще не так много, однако данное бизнес-направление динамично развивается. Крайне полезно в работе обращаться к опыту зарубежных компаний, поскольку на Западе профессиональный подход к бренд-билдингу сформировался значительно раньше, чем в России. Изусение западной практики позволит проанализировать используемые стратегии брендинга, определить наиболее эффективные маркетинговые решения и просто не повторять чужих ошибок.

Такой подход обусловлен тем, что в работе над созданием и продвижением бренда необходима четкая ориентированность на результат - компания должна увидеть реальную отдачу каждого доллара, который она вкладывает в развитие бренда. А за этим стоит серьезная аналитическая работа, стратегическое планирование и ответственность за эффективную реализацию выбранной стратегии продвижения торговой марки. Поэтому в данной статье мы будем опираться на опыт зарубежных компаний и анализировать возможности его применения для создания элитных брендов на российском рынке.

Престижность товара, формируемая брендом, воспринимается потребителем как комплексный символ, создающий его репутацию. Репутация бренда складывается из трех составляющих:

- институциональной (имидж страны как производителя определенной продукции; ассоциации потребителя, связанные с этой страной и т. д.);
- корпоративной (имидж компании в целом; эффективный коммерческий PR; корпоративная культура и т. д.);
- товарной (продвижение продукта компании; рекламные акции, направленные на увеличение объемов продаж и т. д.)

Часто эффективность рекламного воздействия в значительной мере зависит от *имиджа страны*, региона, где производится продвигаемый товар (включая традиции, культуру, «товарную специализацию»). Важно учитывать эти стереотипы при разработке стратегий вывода зарубежных компаний на российский рынок. Так, Франция - это общепризнанный законодатель высокой моды, Италия славится неповторимыми дизайнерскими решениями. Бургундские вина, шотландские виски приобрели всемирную известность и покупаются в первую очередь потому, что произведены в соответствующих странах. Во всем мире не вызывает сомнения качество бельгийской стали, швейцарских сыров, английского текстиля.

Стоит ли производителям из стран или регионов, не имеющих конкретной «товарной специализации», зависеть от потребительских стереотипов и, имея конкурентоспособный товар, не акцентировать внимание потенциальных покупателей на месте его производства? Этот вопрос весьма актуален для российских компаний, поскольку отечественные бренды (за редким исключением) не только на внешнем, но и на внутреннем рынке не обладают такой мощной «поддержкой», как неизменно высокое качество товаров российского производства. Такие «акценты» помогут многим производителям, которые задумываются о будущем своих брендов, наконец-то нарушить существующий статус-кво и выйти на качественно иной уровень. Всегда можно найти доводы, аргументирующие такое решение и работающие на имидж торговых марок.

Целесообразно ли, продвигая на российском рынке такие бренды, как, например, Hugo Boss из Германии или Olivetti из Италии - из стран, не являющихся «эталонами» в области модной одежды и высоких технологий, скрывать происхождение торговых марок? Ведь о высокотехнологичной продукции безупречного качества из Финляндии потребители узнали благодаря товарам Nokia - корпорации, бренд которой в 2007 г. занимал пятое место в рейтинге мировых лидеров по стоимости данного нематериального актива (см. таблицу 1).

Многие страны стремятся поддержать своих производителей, повышая престиж государства на международной арене. В данном случае страна происхождения товара также становится своеобразным «зонтичным» брендом. Кроме того, повышая свой авторитет, страна или регион, по сути дела, повышают свою инвестиционную привлекательность.

Таким образом, во многих случаях основой для создания капитала элитного бренда становится страна-производитель. Конечно, российским компаниям в этой области еще далеко до своих западных коллег, но, опираясь на их опыт, можно четко определить основные этапы разработки элитного бренда.

Второй уровень рекламно-информационного воздействия на потребителя - *корпоративный*, формирующий репутацию фирмы-производителя. Так, IT-специалисты предпочитают работать на компьютерах таких известных компаний, как IBM и Apple. Одной из наиболее престижных марок одежды является Dolce & Gabbana. Имидж производителя является важнейшим фактором, влияющим на престижность товара и эффективность рекламного воздействия, который необходимо учитывать при разработке стратегии брендинга.

Сегодня на многих рынках производители все чаще «переключаются» на корпоративные бренды. В частности, это явление наблюдается на автомобильном, финансовом, телекоммуникационном рынках. Сложность структуры корпоративного бренд-менеджмента демонстрирует рисунок, на котором представлена архитектура брендов корпорации Ford (рис.2). Данная компания занимается не только производством, реализацией и сервисным обслуживанием через свою дилерскую сеть грузовых и легковых автомобилей, но и предоставлением различных услуг (кредитование, страхование и т. д.) через специальные управления.

Особую роль корпоративного уровня брендинга определяет еще и постоянный рост стоимости создания, вывода на рынок и продвижения отдельных брендов.

Сильный корпоративный бренд дает компании ряд преимуществ, в числе основных:

- привлечение сотрудников, акционеров и партнеров, формирование долгосрочных отношений с ними, повышение инвестиционной привлекательности компании;
- объединение усилий операторов рынка, направленных на поддержание высокой репутации производителя, укреплении позиции бренда, получение общественного признания социальной миссии компании, что в результате повышает кризисоустойчивость предприятия;
- возможность выводить на рынок новые продукты под корпоративным «зонтичным» брендом с меньшими временными и финансовыми затратами.

Для создания капитала элитного бренда корпоративный брендинг должен успешно сочетаться с *товарным*. Хотя корпоративный бренд все же имеет приоритетное значение. Он эффективнее и с точки зрения реализации экономической стратегии корпорации, и с точки зрения повышения стоимости ее отдельных брендов. Вместе с тем сложность его разработка существенно выше. Это связано, прежде всего, с высокой дифференциацией потребителей,

что затрудняет коммуникации с отдельными целевыми группами. При диверсификации выпускаемой продукции, относящейся к разным товарным группам, производителю проще создать сильный бренд и сформировать определенный имидж в каком-то одном рыночном сегменте. Рекомендуются в работе над созданием и продвижением брендов компаний, будь то российский или зарубежный рынок, всегда уделять особое внимание корпоративному и товарному брендингу. И такой подход оказывается весьма эффективным.

Итак, бренд представляет собой защищенную законом собственность и способен приносить компании потенциальные доходы в будущем, причем бренд может быть продан отдельно от производства. Как же определить его стоимость? Помимо расчета на базе текущих и потенциальных доходов от реализации бренда существуют и другие методы вычисления.

1) *Основанный на стоимости.* Необходимо вычислить, сколько стоила разработка бренда и сколько она могла бы стоить сейчас. Этот расчет довольно сложен для «молодых» брендов и практически невозможен для брендов-«долгожителей» (существующих на рынке сто и более лет). Данный метод применяется, как правило, для определения стоимости брендов, имеющих низкую эффективность. Кроме того, важно помнить, что при наличии острой конкуренции на рынке и отсутствии знаний о потенциале бренда и реальных затратах на его развитие осуществить такой расчет весьма сложно.

2) *Основанный на объективных рыночных данных.* В данном случае учитываются спрос на конкретный товар и предложения его аналогов, их рыночные доли, цены и т. п. Данный метод, несмотря на свою привлекательность (в его основу положен анализ объективных характеристик рынка), также не является достаточно корректным. Проблема состоит в том, что каждый бренд по своей сути уникален, а в данном случае его необходимо сравнивать с аналогами. Кроме того, практически невозможно получить необходимые достоверные данные о рынке (например, из-за того что производители, как правило, имеют в своем марочном портфеле бренды, «поддерживающие» друг друга в экономическом плане).

3) *Метод «освобождения от роялти».* Бренд создает определенный уровень спроса и объем прибыли. Поэтому за основу берется гипотетическая сумма, которую владелец бренда платил бы как роялти третьей стороне, если бы получил лицензию на право пользования торговой маркой. Данная сумма рассчитывается как определенный процент от продаж за определенный период времени. При применении этого метода возникает проблема дефицита данных об уровне роялти у конкурентов, владеющих аналогичными брендами. Даже если такие данные есть, трудно учесть влияние на бренды конкурентов таких факторов, как патенты и копирайты, расширенное использование брендов в коммерческой деятельности, специфика целевых аудиторий и географических рыночных сегментов.

4) *Основанный на экономической оценке.* Этот метод является оптимальным для расчета стоимости бренда, т. к. позволяет определить ценность бренда для его владельца в текущий период времени и оценить будущую прибыль от использования данного нематериального актива. В этом случае во внимание принимаются три аспекта:

- экономическая деятельность компании (реальная чистая прибыль);
- маркетинговая «сила» бренда и его конкурентные преимущества (сохранение спроса);
- юридически защищенные элементы бренда (приносящие прибыль объекты интеллектуальной собственности, входящие в состав бренда).

Как уже было сказано выше, в России профессиональный подход к брендингу начал складываться совсем недавно, поэтому целесообразно опираться на достижения западных специалистов в данной сфере. Чтобы новая торговая марка стала сильным брендом в постоянно меняющихся рыночных условиях, необходимо разрабатывать новые подходы к созданию стратегических программ развития (new product development). При этом необходимо учитывать динамику развития рынка, особенности поведения и мотивации потребителей, что поможет сформировать концепцию позиционирования товара на рынке, оценить ее перспективность и, в конечном счете, создать и продвигать продукт, оптимизируя коммерческие и маркетинговые возможности компании. Это позволит предприятию максимально продуктивно использовать имеющиеся ресурсы при разработке и выводе на рынок новых брендов, что, в свою очередь, повысит экономическую эффективность работы фирмы. В результате доходы компании повышаются, создаются предпосылки для экспансии

на рынки, увеличения рыночной доли, в частности с помощью лицензионных и франчайзинговых соглашений.

Интересен тот факт, что на мировом уровне в суммарных расходах на маркетинговые коммуникации доля рекламы в СМИ снижается. В брендинге все активнее используются нетрадиционные каналы рекламного информирования, и эта тенденция наблюдается на фоне постоянного развития коммуникационных технологий. Многие западные специалисты даже заявляют о наступлении эры «постмедиа», дающей возможность не только гигантам бизнеса, но и небольшим компаниям вести эффективную работу по созданию капитала бренда.

Можно привести много примеров удачного продвижения брендов на рынке без помощи СМИ, осуществляемого в рамках комплексных программ развития бизнеса. Показателен опыт компании Naagen-Dazs, производящей такой «сложный» в плане продвижения товар, как мороженое. Используя нетрадиционные маркетинговые решения, она не только смогла занять лидирующие позиции на рынке, но и стала продавать свою продукцию по ценам на 40–50% более высоким, чем у ее ближайших конкурентов. В Великобритании уровень осведомленности потребителей о новом бренде мороженого Grand Met всего за несколько месяцев превысил 50%.

Отказавшись от рекламы в СМИ, Naagen-Dazs стимулировала своих потребителей к активному распространению положительной информации о компании и выпускаемой ею продукции. Для этого были изменены места реализации, упразднены безликие ларьки. Бренды Naagen-Dazs появились в меню многих престижных ресторанов в качестве фирменного десерта. Кроме того, компания создала собственную сеть специализированных кафе, дизайн которых создает особую романтическую обстановку. Атмосферу романтики «поддерживает» и интернет-сайт фирмы, формирующий в сознании потребителей неповторимый образ компании, чья миссия сформулирована следующим образом: «Naagen-Dazs - это больше, чем просто десерты. Это неустанный поиск совершенства. Это напряженный и радостный процесс выражения человеческих чувств в неповторимом и столь хорошо знакомом вкусе мороженого. Это создание обстановки ожидания чуда и веры, что чудо обязательно произойдет. Это вдохновение, превращающееся в удовольствие»*. Посетитель сайта Naagen-Dazs может познакомиться со снимками интерьеров и фасадов кафе, расположенных в самых различных точках земного шара. Пользователя сопровождает виртуальный «всемирный путешественник Naagen-Dazs», который «рассказывает» романтические истории о своем пребывании в Париже, Шанхае, Маниле и т. д.

Кроме того, Naagen-Dazs активно спонсирует культурные мероприятия и использует технологии Product Placement.

Достаточно интересным для российских компаний может быть западный опыт в области продвижения брендов, основанного на принципах *социально ответственного маркетинга (cause related marketing)*. В качестве примера можно привести проект Baby Boom, который более 40 лет существует в Великобритании и сейчас реализуется в десятках стран мира. Его целью является формирование баз данных молодых матерей и получение их согласия на то, чтобы периодически получать информацию о товарах и услугах, которые компании-производители предлагают для новорожденных. Первый контакт с потенциальным покупателем происходит непосредственно в родильном доме, поводом для него служит профессиональная фотосъемка ребенка. Фотографии детей выдаются в офисе компании. Кроме того, родителям дарят объемное иллюстрированное пособие по уходу за ребенком, в котором, в частности, рассказывается о товарах для детей (естественно, о наиболее известных брендах основных участников проекта). Одновременно с этим осуществляется сэмплинг. Созданная база данных рассчитана на долгосрочное использование: ведь ребенок растет, и набор нужных для него вещей постоянно меняется.

Вышеприведенные примеры делают очевидным вывод, что в современных условиях эффективное управление процессом бренд-билдинга с использованием нетрадиционных средств коммуникаций с целевой аудиторией представляет собой сложную многоуровневую систему. В этой системе принятие управленческих решений и реализация конкретных

* <http://www.haagen-dazs.com>

маркетинговых мероприятий осуществляются в рамках единой стратегической концепции, определяющей организационную структуру компании-производителя, влияющей на развитие товаропроизводящих сетей и вовлеченных в этот процесс консалтинговых и PR-агентств.

Очевидно, что при реализации подобных инновационных проектов особое значение придается *идентификации* торговой марки, прежде всего через разработку и продвижение ее визуальных атрибутов, что позволяет повысить осведомленность о бренде. Нельзя игнорировать известный феномен: потребители лучше относятся к знакомым им торговым маркам, даже если и не приобретают их. Высокий процент узнавания бренда целевой аудиторией - свидетельство его успешности, высокой конкурентоспособности и «силы».

Удачная визуализация атрибутов торговой марки и их активная демонстрация целевой аудитории - важные составляющие «силы» бренда - должны максимально «эксплуатироваться», и здесь нетрадиционные подходы также оказываются достаточно эффективными. Показательный пример - кампания по продвижению швейцарских часов Swatch. Традиционно часы позиционировались либо как недорогие приборы для измерения времени, либо как предметы роскоши, которые становятся «фамильной ценностью» и объектом вложения капитала. В ходе упомянутой рекламной кампании был создан новый образ - недорогие часы швейцарского качества и вместе с тем стильные, молодежные и т. д. Была разработана и новая концепция продвижения - мода на часы, которая внедрялась посредством оригинальных визуальных решений.

В Германии на небоскребе были подвешены гигантские 165-метровые часы с надписью «Swiss. Swatch. DM 60» (идентифицировались: страна-производитель, наименование изделия, его цена в марках). Аналогичные акции проводились в Испании и Японии. Кроме того, широко использовался такой маркетинговый инструмент, как спонсорство, причем соответствующие мероприятия тщательно планировались с учетом специфики целевой аудитории и возможностью «точечного» воздействия на нее.

Так, компания Swatch выступила спонсором мирового кубка по фристайлу, организовала чемпионат по брейк-дансу, соревнования по уличному граффити, турне известных исполнителей авангардной музыки. Эти акции сделали бренд Swatch неотъемлемой частью мировой поп-культуры и обеспечили ему беспрецедентно высокий уровень осведомленности целевой аудитории. Некоторые образцы продукции Swatch, выпущенные небольшими партиями, стали предметами коллекционирования и даже выставлялись на аукционах Christie и Sotheby.

Рассмотрим другой пример. Корпорация Cadbury создала тематический парк, знакомящий посетителей с историей шоколада: гостям предлагается осмотреть шоколадную фабрику, музей, продегустировать образцы продукции. Актеры разыгрывают сцены из жизни индейцев майя и ацтеков, рассказывающие о какао-бобах, о том, как шоколад попал в Европу, как создавалась и развивалась в течение двух столетий «империя Cadbury». Концептуальной основой брендинга в данном случае стала взаимосвязь развлекательного элемента, национальной истории, традиций и корпоративной политики компании.

Неудивительно, что мероприятия Cadbury пользуются повышенным вниманием прессы. Региональные туристические бюро, отели, Британская железнодорожная компания в своих проспектах упоминают парк Cadbury как достопримечательность, которую стоит посетить.

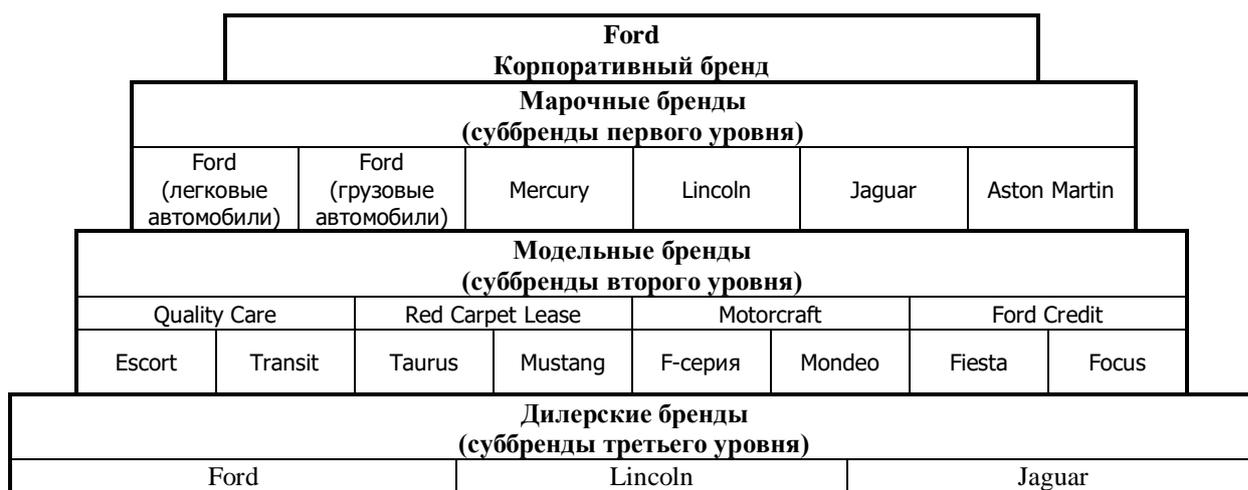
Это лишь некоторые маркетинговые технологии, успешно использованные западными специалистами в качестве инструментов для создания элитных ярких брендов, именно поэтому российским компаниям целесообразно анализировать и перенимать опыт западных коллег при формировании эффективной стратегии бренд-билдинга, нацеленной на конкретный результат - формирование и повышение узнаваемости бренда компании и, как следствие, повышение стоимости бизнеса.

Таблица 1. Стоимость десяти брендов, лидирующих на мировом рынке

Место	Бренд	Стоимость, млрд \$
1	Coca-Cola	69,0
2	Microsoft	65,1
3	IBM	52,8
4	General Electric	42,2
5	Nokia	35,0
6	Intel	34,7
7	Walt Disney	32,6
8	Ford	30,1
9	McDonald's	25,3
10	AT&T	23,0

*Источник: WPP Group. Annual Report and Accounts (2007 г.)

Рисунок 2. Архитектура брендов корпорации Ford



6. Интеллектуальный капитал в системе управления стоимостью

1. Управление нематериальными активами как фактор роста стоимости компании
*Есипов Виктор Ефимович, д.э.н., профессор, заведующий кафедрой ценообразования и оценочной деятельности Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов,
Пузыня Наталия Юрьевна, к.э.н., профессор кафедры ценообразования и оценочной деятельности Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов, практикующий оценщик ЗАО «Аудиторская компания «БизнесСервисКонтроль» р.т. (812) 310-36-94 n_puzynya@mail.ru*
2. Модели организационной структуры управления компании как фактор стоимости компании
3. Управление знаниями /информацией как фактор стоимости компании
П.В.Кауфман, Н.Н.Алиев и А.В.Беляков, Лукойл
4. Системный подход к управлению НИОКР и консультационными услугами: вклад в стоимость компании
П.В. Кауфман, Н.Н. Алиев, Г.Н. Беленко, Лукойл
5. Влияние информационных технологий на стоимость компании
Д.э.н., проф.М.О.Вартанов, АНХ
6. Роль бренда в управлении стоимостью банка
7. Технологии создания капитала элитных брендов как инструмент повышения стоимости бизнеса
Светлана Шаипова, Начальник управления по связям с общественностью "Финансовая корпорация Открытие"

Стратегии роста компаний как инструмент управления стоимостью бизнеса

органические стратегии роста
неорганические стратегии роста
слияние
стратегический альянс

Способность адаптироваться к изменениям макроэкономических условий, динамичным и усложняющимся потребностям клиентов является одним из важнейших условий выживания и процветания бизнеса. Стремление к росту часто усиливается под влиянием предпринимателей, создавших и развивших бизнес. В большинстве случаев размер компании приравнивается к сильной стороне бизнеса, доминированию на рынке, стабильности доходов, экономии масштаба, способности привлечь высококвалифицированного управленческого персонала. Стоимость акций, как правило, является прямым отражением масштаба бизнеса и его рыночных позиций.

Долгосрочная стратегия развития бизнеса становится определяющей для принятия управленческих решений об альтернативных путях расширения компании, внутренних и внешних механизмов роста.

На основании выбранной долгосрочной стратегии рассматриваются ключевые возможности роста и развития, а именно (рис. 1):

- органический рост;
- слияние или поглощение; или
- стратегический альянс

Эти варианты, в свою очередь, находят отражение в кратко- и среднесрочных задачах, которые формируются под воздействием внешних условий и внутренних факторов, в том числе и долгосрочной стратегии и видении бизнеса собственником.

Под **органическим ростом** понимается рост за счет внутрифирменных ресурсов (увеличение прибыльности существующих активов, повышение операционной эффективности и продуктовых инноваций, оптимизация финансирования), что выражается в постепенном повышении размера доходов за счет улучшения положения на рынке путем успешного продвижения продуктов и услуг, повышения эффективности производства и роста объема продаж (рис. 2). Способность компании добиться долгосрочного устойчивого органического роста определяется способностью менеджеров к разработке и реализации действенной стратегии развития бизнеса. Органический рост позволяет поддерживать стиль управления, корпоративную культуру и ценности компании.

Органический рост в большом числе случаев имеет свои преимущества, так как опирается на опыт сложившейся команды менеджеров, признанной собственниками, так и на знание рынка, отработанные системы организации труда, стиль ведения бизнеса.

Для стратегии органического роста компаний можно отметить следующие положительные стороны:

- относительно меньшая степень риска при расширении бизнеса;
- органический рост имеет своей основой знания, опыт и ресурсы, уже накопленные внутри компании, опирается на установленный механизм внутрифирменных коммуникаций;
- если рассматривать органический рост как расширение действующего бизнеса, то он представляет собой более дешевый способ развития по сравнению со стратегией слияния и поглощения компаний.

Тем не менее, возможности для органического роста имеют пределы. Можно отметить ряд отрицательных моментов стратегий органического роста как альтернативных вариантов реализации пути развития компании:

- органический рост требует намного больше затрат времени для достижения результатов, которые при использовании иных стратегий роста могут быть достигнуты значительно быстрее;
- представляет ограниченные возможности при диверсификации бизнеса в новые перспективные сферы деятельности и/или географические районы ввиду отсутствия необходимых знаний и опыта внутри компании;
- при диверсификации деятельности в новые, не связанные с основной, сферы требуется очень длительный период времени, чтобы была достигнута точка безубыточности и инвестиции стали приносить прибыль;
- получение таких стратегически важных активов, как результаты НИОКР, ноу-хау, патенты путем органического роста может потребовать значительных затрат финансовых ресурсов и длительного времени.

Очевидно, что степень и характер подобных границ для развития бизнеса во многом зависит и от сферы деятельности компании, уже достигнутого положения на рынке, наличия и активности конкурентного окружения, а также от большого количества прочих внешних и внутренних факторов, которые могут оказывать влияние на организационную среду фирмы. Однако именно наличие существенных ограничений для дальнейшего роста за счет собственных ресурсов в определенный момент жизнедеятельности фирмы делает органический рост менее привлекательным по сравнению с «неорганическими» альтернативами, к которым относятся слияния или поглощения и стратегические альянсы.

Слияние или поглощение

Слияние на рынке с объектом, интересующем компанию, продажу собственного бизнеса или приобретение (в российской практике чаще используется термин «поглощение») подобные действия относят к так называемым **«неорганическим» стратегиям роста**.

Слияния и поглощения как элемент стратегии роста позволяют компании решить многие стратегические задачи, начиная с достижения эффекта от масштаба, расширения географии деятельности, усиления рыночной позиции и заканчивая доступом к передовым технологиям и переходом в более перспективные отрасли деятельности (рис. 3). Использование различных форм сделок по слияниям и приобретениям позволяет компаниям достигать синергетического эффекта за счет получения необходимых ресурсов, активов, конкурентных преимуществ, либо устранения опасности ужесточения конкурентной борьбы. Наконец, слияние дает шанс провести масштабные преобразования и повысить эффективность как в поглощаемой, так и в поглощающей компании. Привлекательность слияний и поглощений объясняется в возможности достижения желаемых результатов, как правило, быстро и с меньшими затратами. При этом двумя главными особенностями, которые отличают рост через слияния и поглощения от внутреннего роста, являются время и наличие стратегического актива у приобретаемой компании. Фактор времени становится решающей причиной, по которой компании отдают предпочтение росту через приобретение уже существующего бизнеса. Рост через слияния и поглощения дает возможность приобрести уже разработанные технологии, получить доступ к налаженным каналам распределения продукции, стать владельцем известного бренда и т.д. Если бы компания взялась за их разработку сама, на достижение желаемого результата ушли бы годы, а вероятность достижения при этом была бы невелика. Помимо этого временный фактор дает конкурентное преимущество и позволяет быстро реагировать на изменения во внешней среде. Источником конкурентного преимущества выступает также стратегический актив, покупка которого дает компании возможность увеличить ее чистые денежные потоки и тем самым нарастить стоимость компании. К категории стратегического актива могут быть отнесены технологии, имя

компании, ее репутация, лучшие навыки менеджмента и т.д. При этом приобретаемую компанию можно рассматривать как совокупность неких стратегических активов. Однако данная стратегия обладает рядом серьезных недостатков, ключевым из которых является тот факт, что большинство сделок, заключенных компаниями, не привело к ожидаемым операционным результатам, а также зачастую негативно сказывалось на рыночной стоимости компании-приобретателя или объединившихся компаний (рис. 4).

Стратегический альянс

Стратегический альянс, или соглашение о кооперации, может принимать различные формы, такие как совместные предприятия, инвестиции в компании, лицензионные соглашения, и т.д. Однако ключевым фактором, побуждающим компанию прибегать к данному пути развития, является возможность диверсификации риска: финансового, операционного, репутационного и т.д. Позволяя компаниям-участницам альянса использовать преимущества владения необходимыми ресурсами (активами), как это возможно в случае слияния или поглощения, альянс по сути несет в себе меньший риск, поскольку вероятность неудачного развития совместного бизнеса в данном случае ложится на обоих партнеров, тогда как убыток от безуспешных инвестиций в приобретение другого игрока на рынке полностью отражается на благосостоянии приобретателя (рис. 5).

Следует подчеркнуть, что совместные предприятия далеко не всегда оказываются успешны: подобное сотрудничество несет в себе риск изменения различных обстоятельств и пересмотра целей создания совместного предприятия; кроме того, истинные цели создания совместного предприятия не всегда раскрываются при его создании. В других случаях создания стратегического альянса возможно просто недоверие и непонимание целей. Например, покупка небольшого стратегического пакета участия в капитале малой компании крупной корпорацией может рассматриваться фирмой-объектом как потенциальный захват, а приобретатель считаться «агрессором».

Любая компания на определенном этапе своего существования сталкивается с проблемой определения дальнейшего пути развития бизнеса. Несмотря на то, что при выработке подобного решения менеджмент, как правило, опирается не только на собственно потребности фирмы, но и перспективы рынка. Ярким примером являются табачная и пивная отрасли: в мире практически не осталось независимых компаний-производителей, каждая из которых в свое время была приобретена одним из крупнейших транснациональных холдингов в рамках тиражируемой стратегии консолидации всех национальных рынков. При этом продажа очередного актива в данном секторе влечет серьезный соревновательный процесс в виде аукциона. Например, в аукционе на приобретение контрольного пакета табачного завода «Балканская звезда» (г. Ярославль) в 2004 г. участвовали 5 компаний, в результате компанию приобрел французский Altadis. Кроме того, определяющую роль в случае выбора пути развития компании зачастую играют интересы акционеров данной компании, а именно их намерения в отношении собственного капитала. В частности, в случае, когда ключевые позиции в менеджменте компании принадлежат акционерам, последние, как правило, заинтересованы в самостоятельном управлении бизнесом и нередко отказываются «делиться» контролем с потенциальным партнером, предпочитая слиянию его более мягкую форму – альянс.

Рассматривая варианты развития компании, ее акционеры стремятся к максимизации стоимости своего бизнеса. Выбор стратегии, как правило, определяется видением собственников дальнейшего пути сохранения, развития или продажи бизнеса.

На фоне волны стремительного роста количества и объема сделок слияний и поглощений в конце 1990-х гг. многие аналитики обратились к изучению целесообразности наблюдаемых позитивных настроений. Большинство исследований, проводившихся аналитиками, свидетельствуют о том, что около 60% сделок приводит к разрушению стоимости компаний. Однако большинство из них анализируют последствия крупных сделок, информация о которых доступна в открытых источниках и вызывает

значительные изменения в отрасли. Важным недостатком подобных исследований является также их краткосрочная перспектива. Аналитики, как правило, рассматривают динамику стоимости акций не более чем за 3 года, тогда как достижение устойчивого синергетического эффекта и реализация преимущества объединенных компаний может потребовать гораздо больше времени.

В начале 2004 г. специалисты отдела сопровождения сделок с капиталом PricewaterhouseCoopers совместно с группой слияний и поглощений Boston Consulting Group провели исследование более 900 компаний, входящих в индекс Standard & Poor's Global 1200, информация о которых была доступна за 12-летний период (1990-2001 гг.). В качестве меры успеха стратегии был выбран показатель среднегодового относительного дохода акционера (annual average relative total shareholder returns, RTSR), рассчитанный как сумма изменения стоимости акционерного капитала и дивидендных выплат за вычетом аналогичной акционерной доходности прямых конкурентов компании.

Все компании были разделены на 3 группы на основании их стратегии развития за рассматриваемые 12 лет:

- приверженцы органического роста (ни одной сделки за период) – 269 компаний;
- активные консолидаторы (существенные приобретения за минимум 6 лет из рассматриваемых 12) – 445 компаний; и
- умеренные консолидаторы (существенные приобретения за минимум 1 год – максимум 6 лет из рассматриваемых 12) – 207 компаний.

В результате исследования стало очевидно, что у инвесторов не существует предвзятого отношения за / против стратегий роста, которыми пользуются компании. При этом, независимо от выбранной стратегии роста, компаниям сложно конкурировать с другими игроками в части акционерной доходности. Медианное значение RTSR для всех категорий близко к нулю. Более того, в рамках одной отрасли, компании, растущие органически, довольно часто достигают лучших результатов, чем их прямые конкуренты-консолидаторы, в то время как в другой отрасли ситуация может быть абсолютно противоположной.

Среднегодовой показатель доходов акционеров активных консолидаторов составил 11.5%, аналогичный показатель для приверженцев органического роста составил 11.3%. Интересно, что компании, применявшие смешанные стратегии достигли роста благосостояния акционеров в 10.9%.

Стратегии приобретений, как правило, характеризуются сильной дисперсией показателя доходности, что обусловлено более высоким вмененным риском подобных сделок: поглощение по сути представляет собой предоплату за будущие доходы, сумма сделки зачастую включает в себя премию, отражающую ожидания покупателя в отношении синергетического эффекта, которая достигается отнюдь не всегда. Кроме того, «стоимость выхода» из неудачных сделок (когда они уже заключены) несопоставимо высока, в то время как органический рост дает возможность осуществлять инвестиции постепенно и в процессе развития оценивать планомерность и эффективность осуществляемых шагов.

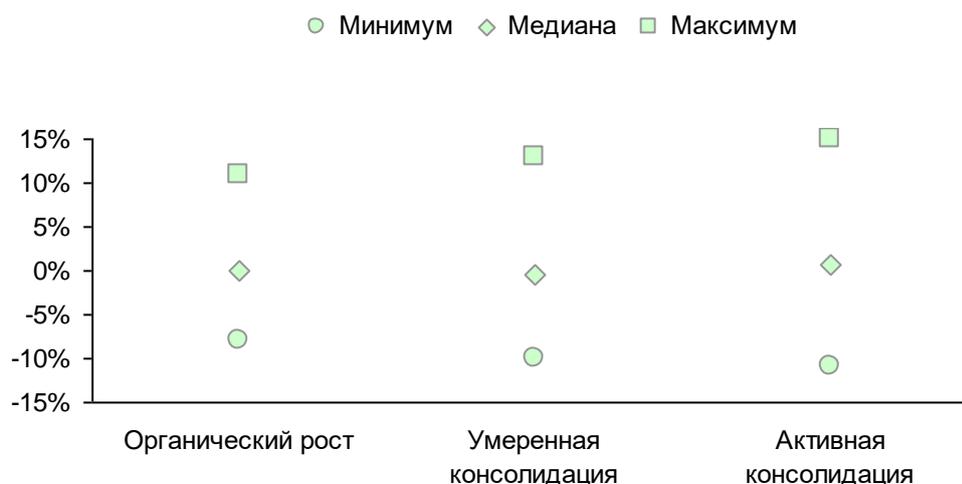
В рамках исследования было также выявлено, что наиболее успешные фирмы имели значительно более высокие темпы роста выручки и уровень возврата на инвестированный капитал, нежели компании, потерпевшие неудачу в результате применения выбранной стратегии. Фактически, результаты исследования привели аналитиков к выводу о том, что вне зависимости от характера выбранной стратегии, максимизация благосостояния акционеров достигается при фокусе на росте компании с учетом высокого возврата на инвестированный капитал.

Таким образом, в долгосрочной перспективе выбор стратегии развития в пользу органического или неорганического роста не оказывает прямого воздействия на стоимость компании. Динамика стоимости акций скорее зависит от непосредственного направления развития бизнеса и применяемых рыночных стратегий, тогда как выбор стратегии роста

должен обеспечивать максимально эффективную реализацию поставленных операционных и финансовых целей компании. При этом необходимо осознавать, что выбор той или иной стратегии развития определяется также наличием соответствующих возможностей у компании. Так, если возможности органического роста на конкретном рынке, в конкретной отрасли, у конкретной фирмы исчерпаны, либо подобные возможности отсутствуют у компании ввиду ограничения на новых рынках, интересующих компанию, перед менеджментом стоит задача построения наиболее оптимальной программы роста за счет слияний, приобретений или альянсов.

Данный вывод подтверждается статистикой, которая приводится в опубликованном в начале 2006 г. отчете UNCTAD Investment Brief. По данным проведенного исследования в 2005 г. наблюдался существенный рост объема прямых иностранных инвестиций по всему миру, что является результатом возросшей активности в отношении трансграничных слияний и поглощений. При этом наблюдалось сокращение объема и количества «greenfield» инвестиций в зарубежные страны, в отдельных регионах интерес инвесторов к подобным проектам снизился на 30%. Это подтверждает предположение о том, что в случае проникновения на новые рынки, на которых безусловно существуют определенные ограничения для иностранных компаний, органический рост может нести в себе значительно более серьезные риски некупаемости осуществленных инвестиций.

Среднегодовой относительный доход акционеров



Источник: Compustat, Sirower Mark L. Determining the Right Growth Strategy – Organic vs. Acquisitive – CapitalEyes, Bank of America, July 2004

Рис. 1. Элементы стратегии роста и развития КОМПАНИИ



Рис. 2. Органические стратегии развития КОМПАНИИ



Рис. 3. Слияния и поглощения как элемент стратегии роста

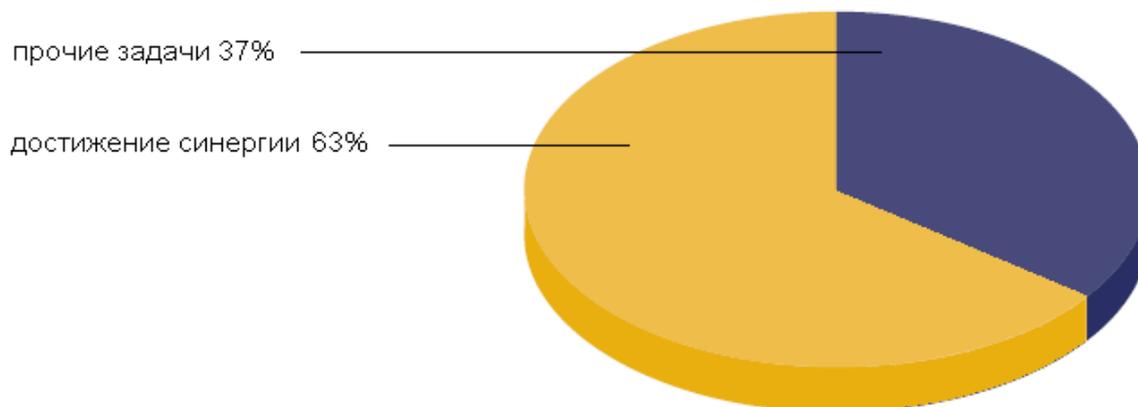
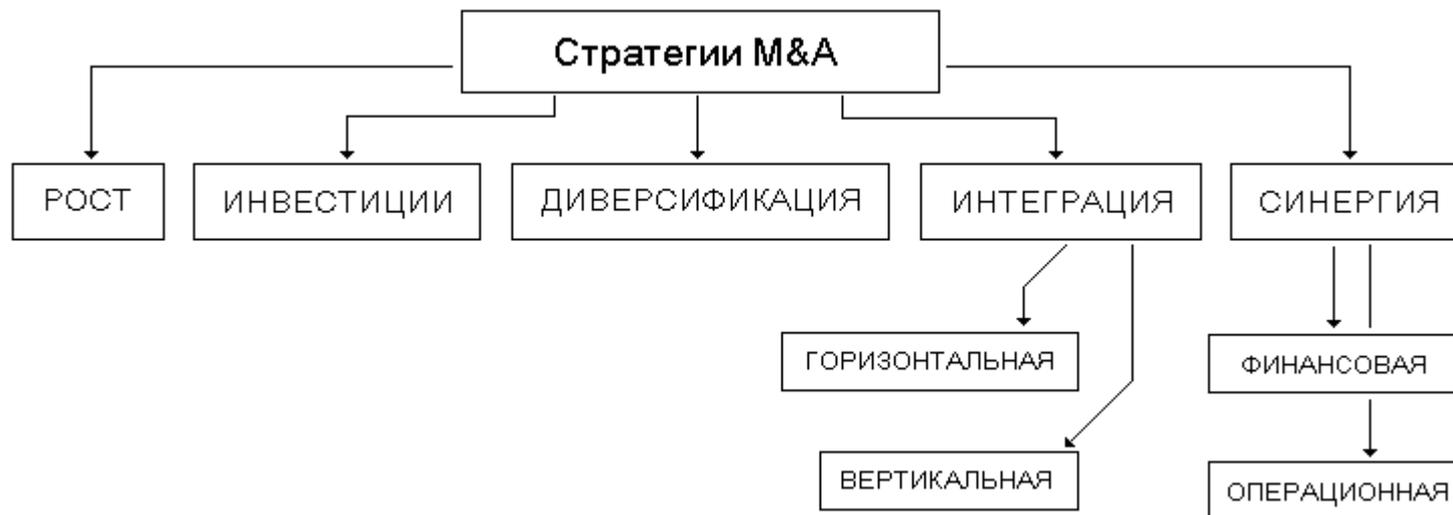


Рис. 4. Эффективность сделки с точки зрения различных заинтересованных сторон

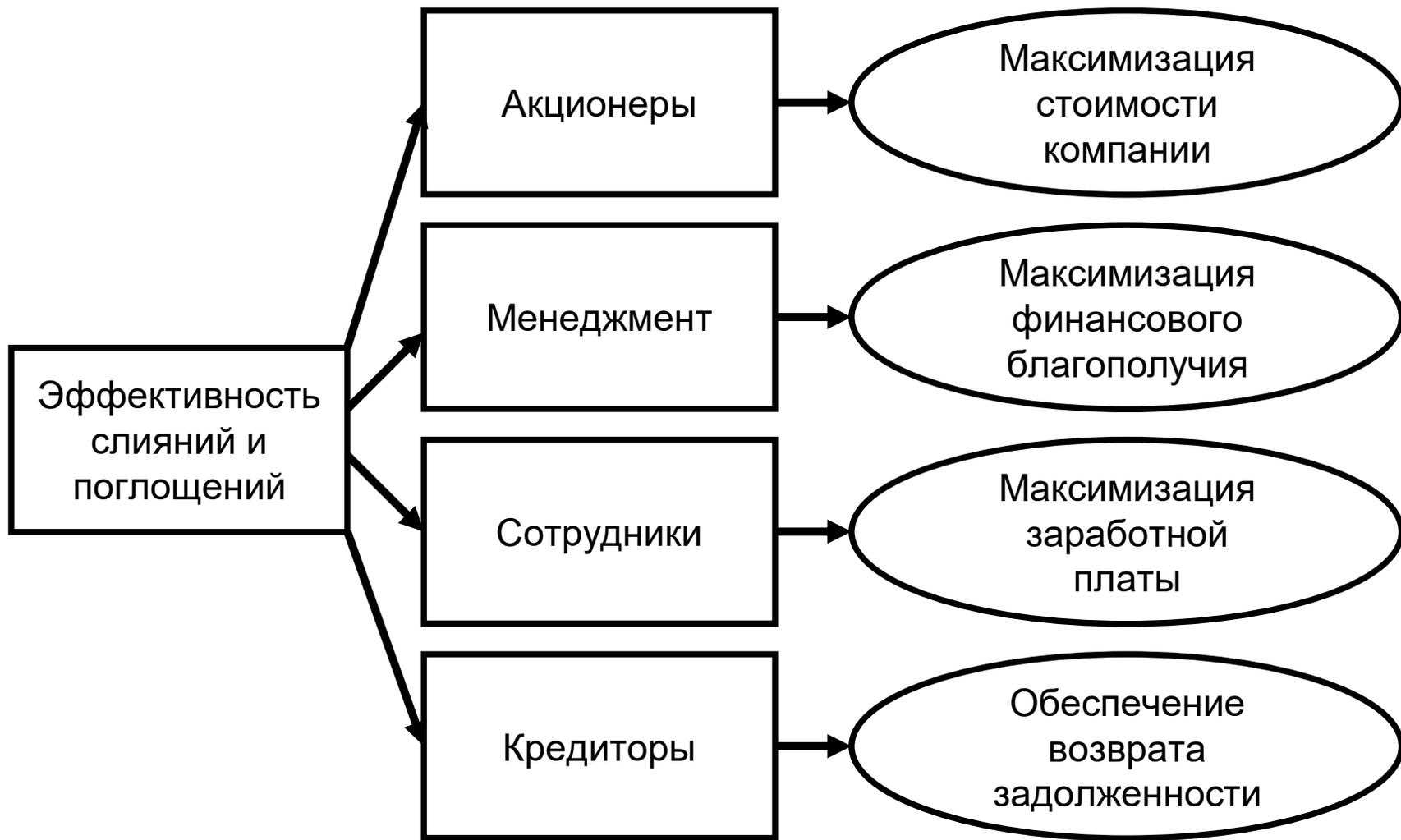
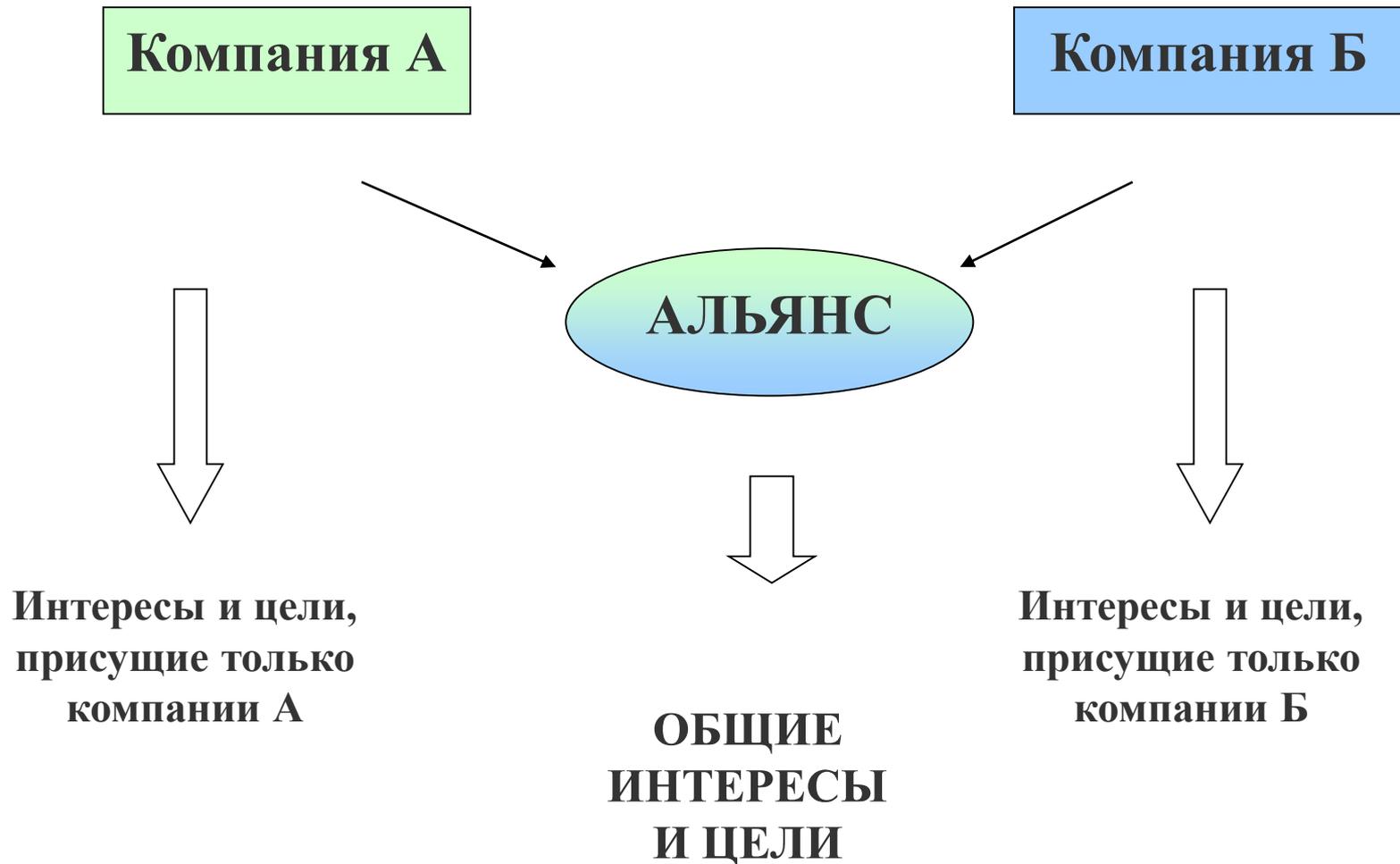


Рис. 5. Схематическое изображение альянса



Реструктуризация бизнеса и создание стоимости

задача реструктуризации

реструктуризация

оперативная реструктуризация

стратегическая реструктуризация

слияния

поглощения

дробление компаний

банкротство

Современная экономика характеризуется усилением конкурентной борьбы, либерализацией мировых рынков, глобализацией брендов, конвергенцией технологий в разных отраслях экономики, изменчивостью спроса и цен на продукцию и услуги, совершенствованием технологий производства и методов обслуживания потребителей. Необходимость адекватного реагирования на постоянно ускоряющиеся изменения внешней среды функционирования бизнеса требует соответствующих организационных преобразований и управления этими процессами. Основным критерием успешного развития компаний становится стоимость, а ее повышение – главной задачей.

Изменение внешней среды заставляет компании приспосабливаться к новой действительности путем осуществления преобразований, составляющих суть процесса реструктуризации, и приводящих к повышению финансовой устойчивости, конкурентоспособности и, в итоге, рыночной стоимости. Основной причиной реструктуризации компании является низкая эффективность ее деятельности, которая выражается в неудовлетворительных финансовых показателях (прибыль, выручка, рентабельность инвестированного капитала), нехватке оборотных средств, высоком уровне дебиторской и кредиторской задолженности. Но это не значит, что структурные преобразования удел проблемных компаний.

В условиях все большей зависимости от фондового рынка компании выбирают бизнес-модель, создающую фундаментальные предпосылки для устойчивого роста ее капитализации. Фундаментальные характеристики деятельности компании основываются на принципе реальных денежных поступлений, учитывающих не только размер прибыли, но и ее структуру, направление использования, инвестиционную составляющую и фактор времени. Основопологающим условием создания стоимости, следующим из способности компании генерировать достаточные объемы денежных потоков, является превышение рентабельности инвестированного капитала над издержками привлечения капитала. Главная **задача реструктуризации** – поиск источников развития и создания стоимости компании за счет реализации оперативных и стратегических решений в условиях конкурентной среды. В данном, случае проведение эффективной реструктуризации с одной стороны способствует снижению издержек на привлечение капитала, а с другой стороны увеличению доходности компании, а доходность, превышающая издержки обуславливает приток дополнительных инвестиций и повышение рыночной капитализации.

В настоящее время реструктуризация все чаще становится высокоэффективным рыночным инструментом повышения конкурентоспособности и стоимости компании. Опыт развитых стран показывает, реструктуризация бизнеса является действенным способом повышения капитализации. Одно лишь известие о планах структурной перестройки компании, одобренное инвесторами, может привести к росту котировок акций на десятки процентов.

Именно поэтому сейчас российские предприниматели особое внимание обращают на реструктуризацию. В принципе, реструктуризация проводилась и ранее, будет

проводиться и в будущем. Однако, если раньше менеджмент и собственники российских компаний прибегали преимущественно к инструментам оперативной реструктуризации, то сейчас компании все больше обращаются к методам стратегической реструктуризации, направленным на увеличение инвестиционной привлекательности бизнеса и рост его стоимости.

Реструктуризация – комплексное изменение методов функционирования компании с целью повышения финансовой устойчивости, роста конкурентоспособности и стоимости компании.

Реструктуризация нацелена на:

- повышение прозрачности бизнеса и общей инвестиционной привлекательности компании в целом или ее создаваемых дочерних компаний;
- создание стратегически эффективной организационной структуры, обеспечивающей оптимальное взаимодействие подразделений и согласование процедур;
- снижение затрат на содержание имущественного комплекса компаний, уменьшение накладных расходов, а также уменьшение налогооблагаемой базы;
- создание механизмов инвестирования непосредственно в те инновационные проекты, по которым у компании есть конкурентные преимущества;
- ликвидацию организационных препятствий эффективному управлению конкретными потенциально эффективными инновационными проектами;
- обеспечение, в интересах снижения операционных издержек и потребности в капиталовложениях в проекты, необходимой меры вертикальной интегрированности бизнеса

В зависимости от целевых установок и стратегии компании определяется одна из форм реструктуризации: оперативная или стратегическая (Рисунок 1). **Оперативная реструктуризация** направлена на решение наиболее острых текущих проблем, стоящих перед компанией и влияющих на его жизнеспособность. Суть оперативной реструктуризации состоит в изменении структуры компании в целях перехода в зону получения стабильных потоков доходов (если компания находится в кризисном состоянии) или улучшения платежеспособности. Оперативная реструктуризация осуществляется в течение короткого периода времени и создает предпосылки для реализации долговременного стратегического реструктурирования (изменение производственной, организационно-управленческой структуры в целях осуществления выбранной стратегии развития).

Для проведения реструктуризации на оперативном этапе необходим тщательный финансовый анализ текущего состояния и динамики за последние годы, дополняемый технико-экономическим анализом компании (прежде всего в целях реструктуризации активов). Первоначально изучается ряд финансово-экономических показателей: результаты деятельности (выручка, себестоимость, прибыль), использование производственных мощностей, дебиторская и кредиторская задолженность, численность персонала, фонд оплаты труда; структура капитала и деловая активность, ликвидность и платежеспособность. Анализ динамики основных показателей необходим для выявления причин их ухудшения и определения перспектив компании. Затем разрабатывается план изменений по выделенным направлениям.

Оперативная реструктуризация предполагает оптимизацию структуры активов и обязательств компании.

Анализ структуры активов охватывает:

- основные средства. Можно выделить следующие причины неэффективности основных производственных фондов: наличие простаивающих либо убыточных основных средств: значительный физический и моральный износ основных средств; наличие основных производственных фондов, не связанных с основной производственной деятельностью компании; возрастание доли незавершенного строительства в общей величине долгосрочных активов; наличие не приносящих доход долгосрочных

финансовых вложений. Характер использования и эффективность основных фондов непосредственно влияют на издержки производства (условно-постоянные), и, соответственно, на безубыточность и финансовую устойчивость компании. Для оптимизации структуры основных производственных фондов можно выделить вспомогательные и иные производства в самостоятельные структурные подразделения, вывести неиспользуемые, простаивающие фонды, передать объекты социально-бытового и культурного назначения в ведение органов местного самоуправления.

- производственные запасы. Размер производственных запасов зачастую превышает текущие потребности производственного цикла, соответственно компания вынуждена нести издержки по их хранению, что ведет к неэффективности использования средств, которые могли быть вложены в другие проекты. Кроме того, для российских компаний характерен высокий уровень материалоемкости и энергоемкости из-за низкого технологического уровня основных фондов и производительности труда. Грамотное управление оборотным капиталом направлено на поиск оптимального размера заказа для минимизации общих издержек, снижение материалоемкости, энергоемкости, сокращение трудовых затрат на единицу реализованной продукции. В ходе реструктуризации производственных запасов необходимо проанализировать их расход за период, структуру затрат, а также оценить факторы, влияющие на трудоемкость производимой продукции. Выявленные факторы снижения затрат должны учитываться в производственном плане на прогнозируемый период

- нематериальные активы;

- долгосрочную и краткосрочную дебиторскую задолженность. Главная задача – создание эффективной системы минимизации и реструктурирования дебиторской задолженности посредством внедрения системы анализа и контроля за изменением уровня дебиторской задолженности, введения системы контроля и взысканий для снижения уровня дебиторской задолженности, секьюритизации дебиторской задолженности и продажи дебиторской задолженности.

- долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения;

- денежные средства. Оптимизация величины денежных средств компании предполагает оценку общего объема денежных средств компании, определение оптимального соотношения между денежными средствами на расчетном счете и краткосрочными финансовыми вложениями, осуществление прогнозирования наличия и движения денежных средств путем анализа денежных потоков, который определяет поступления и дефицит денежных средств в различные периоды времени.

Реструктуризация обязательств компании предполагает реформирование кредиторской задолженности и изменение структуры капитала.

Реформирование и оптимизация структуры собственных и заемных средств компании позволит снизить риск ее банкротства. В качестве основного направления реструктуризации служит поддержание финансовой устойчивости компании в ближайшей перспективе за счет оптимизации соотношения собственных и заемных средств. Привлечение заемных средств должно подразумевать определенную финансовую надежность компании. Если доля заемных средств в ней уже высока, привлечение дополнительных заемных ресурсов может поставить в опасное положение финансовую устойчивость, увеличив риск неплатежеспособности. С другой стороны, привлекая заемные средства, компания получает ряд преимуществ: отсутствие требований в отношении будущих доходов предприятия; возможность планировать денежные потоки и разрабатывать инвестиционную стратегию в силу определенности сроком и сумм платежа; сохранение доли собственности владельцев в акционерном капитале; использование преимуществ «налогового щита».

При реструктуризации кредиторской задолженности обычно используют следующие механизмы: погашение задолженности через отчуждение имущества должника, отсрочка и рассрочка задолженности, продажа долговых обязательств третьим лицам, зачет

встречных требований – как двусторонний (для компаний, имеющих взаимные требования одного характера), так и многосторонний (больше всего подходит для компаний, работающих в смежных отраслях с замкнутым циклом), конвертация долга в вексель или облигации, списание задолженности. Структура кредиторской задолженности непосредственно влияет на платежеспособность компании, поэтому правильно выбранные направления ее реструктуризации могут помочь непосредственно воздействовать на достижение согласованности притоков и оттоков чистых денежных средств.

Стратегическая реструктуризация касается тех структурных изменений, которые обеспечивают ее долгосрочную конкурентоспособность и способность создавать стоимость. На стратегическом этапе реструктуризации на основе анализа операций определяется доминирующее направление деятельности компании и разрабатывается стратегия для обеспечения долгосрочной конкурентоспособности, согласно которой проводится оптимизация основных производственных процессов и организационных структур.

Для многих российских компаний и групп, получивших контроль над активами в ходе приватизации и последующего перераспределения собственности, вопрос выбора модели дальнейшего управления портфелем активов имеет особое значение, поскольку определит профиль самих компаний. Всевозможные инструменты стратегической реструктуризации можно условно разделить на две большие группы:

1. Методы, направленные на укрупнение существующего бизнеса (слияния и поглощения).
2. Методы, направленные на разукрупнение существующего бизнеса (корпоративные дробления компаний, банкротство).

Методика простого **слияния** предполагает скупку такого количества акций другой компании, которое не дает возможность полностью его контролировать, но является достаточным для того, чтобы быть заинтересованным в получении этой компанией прибыли, а также для того, чтобы быть способным влиять на решение менеджмента данной компании.

Особый интерес представляет собой потенциальное увеличение стоимости предприятия (кредитора), которому заемщик не в состоянии выплатить сумму долга по кредитному договору. Вероятным результатом будет конверсия долга – то есть списание задолженности в обмен на некоторое количество акций компании должника.

Если использовать метод накопления активов для оценки стоимости акционерного капитала компании-должника, то выигрыш от списания долга для держателей акций данного предприятия выражается как текущая стоимость причитающихся по этому долгу платежей.

То есть, если I_t и $Princc_t$ - соответственно процентные платежи и погашения основной суммы долга по будущим периодам t , N – срок полного погашения долга; i – ставка дисконта, равная безрисковой ставке доходности по банковскому кредиту плюс премия за несвоевременное обслуживание долга, то:

$$S = P \cdot v_{ocm} \text{ (платежи по долгу)} = \sum_{t=0}^N \frac{I(t) + Princc(t)}{(1+i)^t}, \text{ где } S \text{ – выигрыш от слияния.}$$

Заметим, что за время неисполнения кредитного договора кредитор мог получить некоторые выгоды от должника: временное пользование частью имущества, частичное поглощение долга активами должника. Обозначив стоимость этих выгод через B , мы можем определить. Насколько увеличится стоимость предприятия-кредитора после данной операции:

$$\Delta v = \sum_{t=0}^N \left(\frac{I(t) + Princc(t)}{(1+i)^t} - B \right)$$

Мы приходим к другому результату, когда слияние компаний происходит посредством обмена акциями между контролирующими их инвесторами. Достигнув соответствующего решения, акционеры двух компаний получают возможность участвовать в прибылях обеих компаний, а также координировать деятельность этих предприятий. Заметим, что рыночные стоимости обмениваемых пакетов должны совпадать (как правило), следовательно, стоимости обеих компаний возрастают на одну и ту же величину. Если это не так, значит акционеры одной из компаний, ожидают изменений в деятельности другой фирмы (вероятные структурные изменения).

Пусть определены стоимости обеих компаний (рекомендуется проводить оценку обеих компаний одним и тем же методом, ранее изложенным в данной работе) v_1 и v_2 . Пусть далее P_1 и P_2 рыночные стоимости пакетов акций, которые будут обменены друг на друга, а h_1 и h_2 - доли пакетов акций двух компаний, тогда:

$P_1 = h_1 \cdot v_1$ и $P_2 = h_2 \cdot v_2$, кроме того $P_1 = P_2$, откуда можно найти коэффициент обмена акций.

Необходимо также отметить, что при обмене акций друг на друга, недостаточная ликвидность одной из них не является большой проблемой, так как менеджеры самой компании могут вывести капитал из соответствующего предприятия, следовательно, и понизить стоимость бизнеса она не в состоянии.

Для анализа влияния процесса *поглощения* на стоимость бизнеса необходимо сказать о том, что при поглощении одной компании другой во владение нового собственника переходит контрольный пакет акций предприятия. Принципиальным отличием процесса поглощения на растущих рынках от рынков развитых является то, что поглощающими компаниями выступают не столько структуры, заинтересованные в горизонтально-вертикальной диверсификации бизнеса, сколько институты, связанные с предприятием непрофильным образом (кредитные организации, банки, финансовые компании и т.д.).

В силу общей экономической неразвитости, возможность быстрой перепродажи бизнеса весьма затруднена, что способствует падению стоимости компаний в среднем на 20-25%. Простаивание бизнеса возникает из-за: 1) неспособности своевременно погашать кредит, так как на развитых рынках особенно остро стоит проблема несоответствия оттоков и притоков денежных средств; 2) следствием вышесказанного является то, что зачастую компании (убыточные) становятся непрофильными финансами других структур; 3) ранее было замечено, что максимальная эффективность бизнеса у компаний, работающих на развивающихся рынках, в среднем, приходится на первые годы функционирования, поэтому даже минимально по срокам простаивание вызывает мультипликативное падение стоимости бизнеса и способствует дальнейшей неопределенности.

Таким образом, сам по себе процесс поглощения в развивающихся странах вызывает негативные эффекты в области объективной оценки бизнеса, отсюда и управление стоимостью компании становится более сложным.

К 70-ым – 80-ым годам 20-ого столетия крупные компании на Западе исчерпали резервы роста, поэтому управление стоимостью бизнеса стало более эффективным в условиях дробления крупных предприятий. Практика развивающихся стран демонстрирует так называемый «эффект зонта»: приватизируемые предприятия сами по себе являются весьма разрозненными, поэтому, учитывая неразвитость юридической и бухгалтерской сферы, сначала наблюдается консолидация бизнеса (переход на единую акцию), а спустя некоторое время происходит дробление.

Дробление компаний сводится к выделению из его состава в качестве подконтрольных, но оперативно самостоятельных юридических лиц бывших подразделений, которые до этого момента специализировались на выполнении определенных задач. Выделение осуществляется в форме учреждения соответствующих дочерних компаний (акционерных

обществ) на базе имущества, которым пользовались бывшие отделы головного предприятия. Процесс передачи имущества может происходить путем:

- передачи имущества в уставный капитал новой компании по рыночной цене
- заключения фиктивных договоров о долгосрочной аренде (то есть, реально арендная плата взиматься не будет: данный метод особенно активно используют российские и чешские компании, так как за счет налоговых погашений и очевидных выгод, с точки зрения контроля над ликвидностью со стороны материнской структуры, он представляет особый интерес)
- приобретения части акций за «живые деньги».

Дробление может принимать две основные формы: дивестиции и отпочковывания (spin-off). Дивестиция представляет собой продажу части компании внешнему покупателю. Продающая компания, как правило, получает взамен деньги, или ликвидные ценные бумаги, или комбинацию того и другого. Расщепление капитала является вариантом дивестиции, включающим продажу внешним инвесторам доли в акционерном капитале дочерней компании. При расщеплении капитала материнская компания может утрачивать контроль над дочерней. Новые акции дают инвесторам права собственности на дивестируемую часть продающей компании. При расщеплении капитала создается новое юридическое лицо с акционерной базой, которая может отличаться от акционерной базы продающей материнской компании. Дивестируемая компания имеет иную команду менеджеров и управляется как отдельная фирма.

При стандартном отпочковывании также создается новое юридическое лицо, но акции распределяются между акционерами на пропорциональной основе. В результате пропорционального распределения акций акционерная база новой компании остается такой же, как и у старой компании. Хотя акционеры остаются теми же самыми, «отпочковавшаяся» компания имеет свое собственное руководство и управляется как самостоятельная компания. В отличие от дивестиций, обеспечивающих приток средств в материнскую корпорацию, отпочковывание обычно не дает ей денежных поступлений.

Каким же образом может происходить дробление и каким способом его производить, в целях положительного влияния на стоимость всего бизнеса?

1. При наличии у компании заведомо прибыльных бизнес линий их следует выделить в отдельный «дивизион». При этом, если бизнес линии весьма различны по своему характеру (продукция ориентированна на разные группы потребителей, географически они размещены вдали друг от друга или сами продукты разные), то необходимо создавать географические, продуктовые и потребительские дивизиональные структуры. Особенно важен тот факт, что потенциальные кредиторы и инвесторы уменьшают риск «разводнения» средств внутри материнской компании; шансы привлечь синдицированный кредит резко увеличиваются. Создание системы отдельных балансов затруднит перемещение средств из одного «дивизиона» в другой, даже посредством системы трансфертных переводов

2. В отдельные структуры необходимо также выделить неприбыльные (убыточные) компании, в отношении которых может быть начата процедура банкротства, хотя централизованное финансирование, своя система денежных потоков, делегирование полномочий и ответственности может положительно сказаться на результатах этого бизнеса. Специфика растущих рынков заключается и в том, что убыточными предприятиями могут быть поставщики жизненно-важных ресурсов, поэтому продажа данных подразделений повлияет на стоимость бизнеса куда сильнее, нежели присутствие неприбыльного «дивизиона». Оптимальным может быть преобразование данных отделов в аффилированные лица, коими являются «физические и юридические лица, способные оказывать влияние на деятельность юридических и (или) физических лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность». Большинство учебников по корпоративным финансам акцентирует внимание читателей на том, что в случае благоприятного изменения дел в первоначально убыточных подразделениях, материнская

компания может изымать средства, заработанные этим «дивизионом» в форме дивидендов, однако практика и развитых, и развивающихся стран демонстрирует обратное:

- дивиденды являются предметом двойного налогообложения (в части чистой прибыли, а затем у «источника»);
- их выплаты носят дискретный характер в рамках финансового периода;
- дивиденды могут быть выплачены только с объявленных чистых прибылей, поэтому данные выплаты являются заниженными.

На практике, в случае, если подразделение демонстрирует положительные результаты, оно подвергается реорганизации (т.е. ликвидируется с последующими включением в материнскую компанию), кроме того, материнская компания зачастую, посредством трансфертных платежей, осуществляет изъятия из денежных потоков подразделения.

В случае дробления унитарного предприятия, существует целый ряд служб, который рекомендуется оставить внутри материнской компании, это: 1) финансово-инвестиционный отдел, отдел финансового мониторинга, центральная бухгалтерия; 2) единый отдел стандартизации продукции, макроэкономического прогнозирования, отдел кадров; 3) исследовательский центр, центр перспективных разработок. Данная система предполагает наличие единой учетной политики (в отношении контроля за методами учета запасов, начислениям амортизации, размещения свободных средств и т.д.), кроме того, она помогает контролировать деятельность дочерних компаний, которые могут использовать разные схемы для выхода из единой системы (например – ложная ликвидация).

Неверная система взаимоотношений материнской компании с «дочками» может привести к резкому падению стоимости бизнеса, ведь большая самостоятельность дочерних компаний является весьма рискованной для всего бизнеса, поэтому эффективным образом управлять стоимостью всего бизнеса при дроблении предприятия, можно только при ряде условий:

- создание системы «блокирующих активов», то есть юридическая принадлежность основных производственных фондов материнской компании;
- сохранение в руках материнской компании нематериальных активов «дочки», при этом рекомендуется сохранять в своих руках как нематериальные активы общего назначения (патенты на основную деятельность), так и специализированные нематериальные активы;
- возможность отключать электроэнергию дочерним предприятиям (например, материнская компания может не продлить договор аренды с дочерней структурой и тем самым организовать перебои в работе основных средств);
- в случае, если материнская компания является холдингом с вертикально-горизонтальной системой бизнеса, то есть, если у компании есть собственный банк можно страховать и тем, что некоторую часть денежных операций дочек проводить через собственный банк (можно сконцентрировать контроль за начислением заработной платы и за оплатой кредиторской задолженности);
- необходимо сконцентрировать как минимум блокирующие пакеты акций «дочек» в руках материнской компании, путем создания единой депозитарной системы внутри холдингового банка;
- весьма интересен метод «фиктивных» долгов. При принятии решения о выделении определенной структуры материнской компании в отдельный комплекс, принимается решение о выделении части средств на осуществление текущей деятельности подразделения, но передача средств осуществляется в виде облигационного займа (как правило); на следующем этапе материнская компания регистрирует еще одну дочку, которой переуступает данную дебиторскую задолженность (посредством обычной факторинговой операции). Материнская компания осуществляет так называемое «синтетическое страхование» своего бизнеса от нежелательных последствий дробления;

- при дроблении бизнеса, необходимо равномерным образом распределить кредиторскую задолженность среди создаваемых дочерних структур, так как концентрация долга в руках нескольких «дочек» может привести к потере контроля над ними (учитывая потенциальную враждебность кредиторов).

Термин «*банкротство*» применяется в большинстве случаев по отношению к неплатежеспособным компаниям-должникам. В соответствии с законом "О несостоятельности (банкротстве)" несостоятельность определяется как неспособность удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей в течение трех месяцев с момента наступления даты их исполнения (ч. 2 ст. 3).

Однако банкротство в ряде ситуаций используется в качестве одной из форм финансового оздоровления компаний. Влияние процедуры банкротства на стоимость бизнеса двояко по своей природе. С одной стороны реорганизация убыточной компании или выделение убыточных компаний в одну группу само по себе способствует повышению стоимости, с другой – на время применения процедуры банкротства компания освобождается от уплаты накопившихся долгов, что дает возможность внешним управляющим перепрофилировать бизнес, снизить кредитные и операционные риски, заключить необходимые договора.

К плюсам данной системы управления для компании целесообразно отнести следующие:

- осуществление оперативного управления предприятием в течение одного года с возможностью продления на 6 месяцев или до 10 лет (для градообразующего предприятия), в ходе которого есть возможность выявить все недостатки и скрытые резервы системы, а также разработать новый курс развития компании.
- в период внешнего управления на задолженность компании вводится мораторий.
- на базе имущественного комплекса должника может быть создано акционерное общество, куда должником вносится рентабельное производство (схема так называемого замещения активов), создание такого общества позволит должнику избавиться от бремени долговых обязательств, нерентабельных производств, социальной сферы и т.п.

Среди негативных последствий внешнего управления можно обозначить следующие:

- кредиторы, согласно ст. 395 ГК РФ, имеют право на индексацию задолженности по ставке рефинансирования ЦБР на момент завершения внешнего управления, т.е. должник должен будет погасить не только саму задолженность, но проценты по ней.
- в большинстве случаев осуществляется сильное влияние на внешнего управляющего различными группами интересов с целью его дискредитации получения контроля над предприятием.
- по прошению определенных лиц (например, кредиторов, местной администрации) возможна замена внешнего управляющего, что может привести к долгим судебным разбирательствам и затягиванию процесса управления.

В случае, если внешним управляющим не удастся добиться какого-либо прогресса, долги в обычном режиме начнут взыскиваться кредиторами: безусловное списание средств со счетов предприятия по приказу налоговых органов, судебное взыскание долгов с арестом и распродажей имущества и т.д.

Верное определение периода для начала процедуры банкротства минимизирует отрицательные эффекты для крупной холдинговой структуры. Не следует, однако, рассматривать процедуру банкротства как абсолютно верный способ управления стоимостью всего бизнеса. Часто бывает и так, что под угрозой оказываются прибыльные компании тех или иных холдингов. Главной причиной этого является «перекрестное финансирование», когда одни структуры холдинга оказываются ответственными за долги других структур этого холдинга, поэтому эффективной мерой в данном случае будет не процедура банкротства, а реструктуризация долгов, что положительно отразится на стоимости всего бизнеса.

Необходимо подчеркнуть, что в большинстве развивающихся стран законы о банкротстве не защищают предприятия от «долговой ловушки», о которой было сказано выше (в том числе закон Российской Федерации о банкротствах). Несмотря на то, что данные законы направлены не на ликвидацию предприятий (с последующей продажей их имущества), а на финансовое оздоровление, в России, в среднем за год, ликвидируется 87% убыточных предприятий; в Польше и Чехии, в среднем 84% за год. Данная статистика свидетельствует о том, что, с начала момента своего возникновения, любая компания должна осуществлять надлежащий контроль за своей стоимостью и определять ее нижние пределы, опустившись ниже которых, она рискует стать убыточной, что особенно актуально для компаний, функционирующих на растущих рынках.

Наиболее оптимальным к определению цели и выбору методов проведения реструктуризации является стоимостной подход. Все остальные факторы, например, социальные, цели персонала и менеджмента, партнеров и поставщиков определяют и влияют на выбор стратегии достижения главной цели. Общая схема преобразований зависит от типа реструктуризируемой компании. Можно выделить два подхода – в случае компании, стоящей на грани банкротства, для которой выживание является первоочередной задачей, и в ситуации компании, находящейся в кризисном, хотя и не критическом состоянии.

Для случая безубыточного состояния компании обобщенная последовательность реструктуризационных шагов представлена на рисунке 2. Первоначально акцент делается на оперативной реструктуризации, последовательность мероприятий на этапе оперативной реструктуризации может меняться в зависимости от особенностей ситуации в компании, однако приоритет должен отдаваться реформированию «кризисных» областей. В первую очередь стоит обратить внимание на реструктуризацию задолженности, как на главный фактор, влияющий на жизнеспособность компании. Приоритетным направлением является также постановка системы бюджетирования, сокращение издержек, дебиторской задолженности, решение маркетинговых проблем (например, устранение причин затоваривания). Смена собственника компании может случить своего рода катализатором преобразований и способствовать повышению инвестиционной привлекательности, особенно учитывая российскую специфику, когда часто нежелание руководителя что-то менять, ведет к краху компании, т.е. данный этап может при определенных условиях быть первым. При реструктуризации активов, прежде всего, стоит провести совершенствование долгосрочных активов, поскольку низкий технологический уровень основных производственных фондов является по существу основным фактором перерасхода материальных ресурсов. При этом введение ресурсосберегающего оборудования позволит снизить нормы расхода материальных ресурсов на единицу продукции при одновременном росте ее качества. В случае, если компания находится в критическом состоянии целесообразно сначала довести компанию до стабильного состояния. Тогда схема может быть дополнена (рисунок 3).

Далее осуществляется выработка стратегий и программы дальнейшего развития и происходит их реализация. Под экспресс-анализом подразумевается краткая диагностика финансового состояния компании с уделением особого внимания краткосрочной потребности в денежных средствах, а также оценка потенциала компании, ее положения на рынке, оценка руководства и системы управления. Он позволяет определить направления, в которых компании следует двигаться, включая первоочередные проблемы, реальное финансовое положение компании; примерно определить масштабы потребности в реструктуризации. То есть, на данном начальном этапе через анализ ряда аналитических показателей (который удобно проводить, используя таблицы), определяются «больные» секторы, которым необходимо реформирование. Сначала все подразделения компании целесообразно сгруппировать в четыре главных сектора – снабжение, производство, сбыт и управление, а затем, определив на основе показателей (например, производительность

труда, рентабельность продукции, объем заказов и пр.) проблемные зоны, выделить более узкие проблемные ситуации.

Важную роль при осуществлении реструктуризации должен играть бизнес-план реформирования – его составление рекомендуется для всех компаний. В нем систематизируются результаты аналитической работы и определены задачи, пути, способы, условия достижения поставленных целей, календарный план мероприятий, ресурсы и их источники, а также прописывается ответственность за те или иные мероприятия, осуществляется контроль за выполнением.

После завершения стратегических преобразований в компании следует провести так называемую интеграцию – внутреннюю реструктуризацию – преобразования, направленные на обеспечение слаженного и эффективного функционирования объединенной компании. Сюда относят такие меры, как налаживание информационной системы внутри компании, интеграция корпоративной культуры (в случае слияния/поглощения), обеспечение прозрачности финансовых потоков внутри структуры. На эти действия также необходимо определенное время, то есть, с формальным окончанием стратегических преобразований реструктуризация не заканчивается. Вообще говоря, это непрерывный и постоянный процесс, и для компании следует постоянно анализировать бизнес-процессы с целью анализа изменений, влекущих за собой увеличение стоимости.

Предложенный выше подход имеет ряд преимуществ, главное из которых – подход «сверху-вниз» - от целей к конкретным действиям. Несомненно, совершенствование отдельных операций и работ – важная задача на операционном уровне, однако реструктуризация, основанная на этом подходе может привести к потере целенаправленности деятельности компании. Определяя ряд показателей, на которые осуществляется влияние (прежде всего, на оперативном этапе), стратегические цели делятся на цели более низкого уровня и так далее, то есть, образуется иерархия показателей эффективности, что способствует непротиворечивости действий. Часто, осуществив оперативную реструктуризацию или восстановив платежеспособность компании в ходе внешнего управления, компания останавливается на этом, и не развивается далее, не увеличивает свою стоимость, поэтому, главным, с точки зрения автора предложенной работы, фактором успеха реструктуризации являются четко определенные цели и ожидаемые результаты. Цели должны быть измеримы (увеличение стоимости бизнеса, достижение безубыточности и др.) и достижимы.

Не существует универсальной схемы реструктуризации той или иной компании - каждой компании требуется индивидуальная по структуре и содержанию стратегия, направленная на получение максимально возможного экономического эффекта. Несмотря на это, в контексте оперативных и стратегических преобразований может быть рассмотрен любой процесс реформирования, что подтверждает универсальность данного подхода.

Что необходимо для проведения успешной реструктуризации?

- при осуществлении реструктуризации необходимо умение руководства компании (именно оно становится «проводником» преобразований) сочетать тактические решения со стратегическими задачами его развития, прежде всего, ростом стоимости. Компания должна представлять возможные изменения ее финансового положения в долгосрочном и краткосрочном периоде. Если в компании существуют вполне конкретные риски, ей стоит решить, в первую очередь, именно их. В то же время не стоит забывать, что существует еще такое понятие, как общая стратегия развития, т.е., без согласования текущих преобразований с долгосрочными целями, первые могут оказаться бесполезными в случае, если у компании нет будущего на рынке.

- цели и содержание процесса реструктуризации должны быть одобрены руководством и менеджментом, а, значит, необходимо понимание необходимости и применимости тех или иных мер сотрудниками, готовность предоставлять достаточное количество ресурсов и своевременно принимать решения.

- одним из главных факторов успешного проведения реструктуризации является создание кадровых предпосылок. Реструктуризация компании не может осуществляться без участия специалистов, но, в то же время, одними только специалистами со стороны – необходимо участие работников самой компании. При этом очень важно разработать особую систему эффективного материального вознаграждения сотрудников различных уровней (каждое предложение по снижению затрат компании должно поощряться), и в то же время обеспечить сотрудникам и менеджерам уверенность в завтрашнем дне, гарантии их занятости в будущем, так как реструктуризация ассоциируется в умах рядовых сотрудников, прежде всего, с увольнениями.
- важным фактором успеха служит также тщательное планирование на постоянной основе движения потоков денежных средств с учетом меняющихся обстоятельств и мероприятий по реструктуризации. Все проводимые реструктуризационные меры целесообразно рассматривать с точки зрения повышения стоимости, следовательно, необходим комплексный подход к финансовой реструктуризации, учитывающий такие показатели, как рентабельность активов, цена и структура капитала и пр, то есть, воздействие на операционные, финансовые и инвестиционные факторы стоимости.
- необходимо постоянно проводить анализ современных тенденций развития рынка (в том числе и мирового) и конкурентов в своей сфере деятельности, своего положения на рынке, активности конкурентов, стратегии в целях быстрого реагирования на изменения рыночной, экономической и политической ситуации.

Рисунок 1. Виды реструктуризации

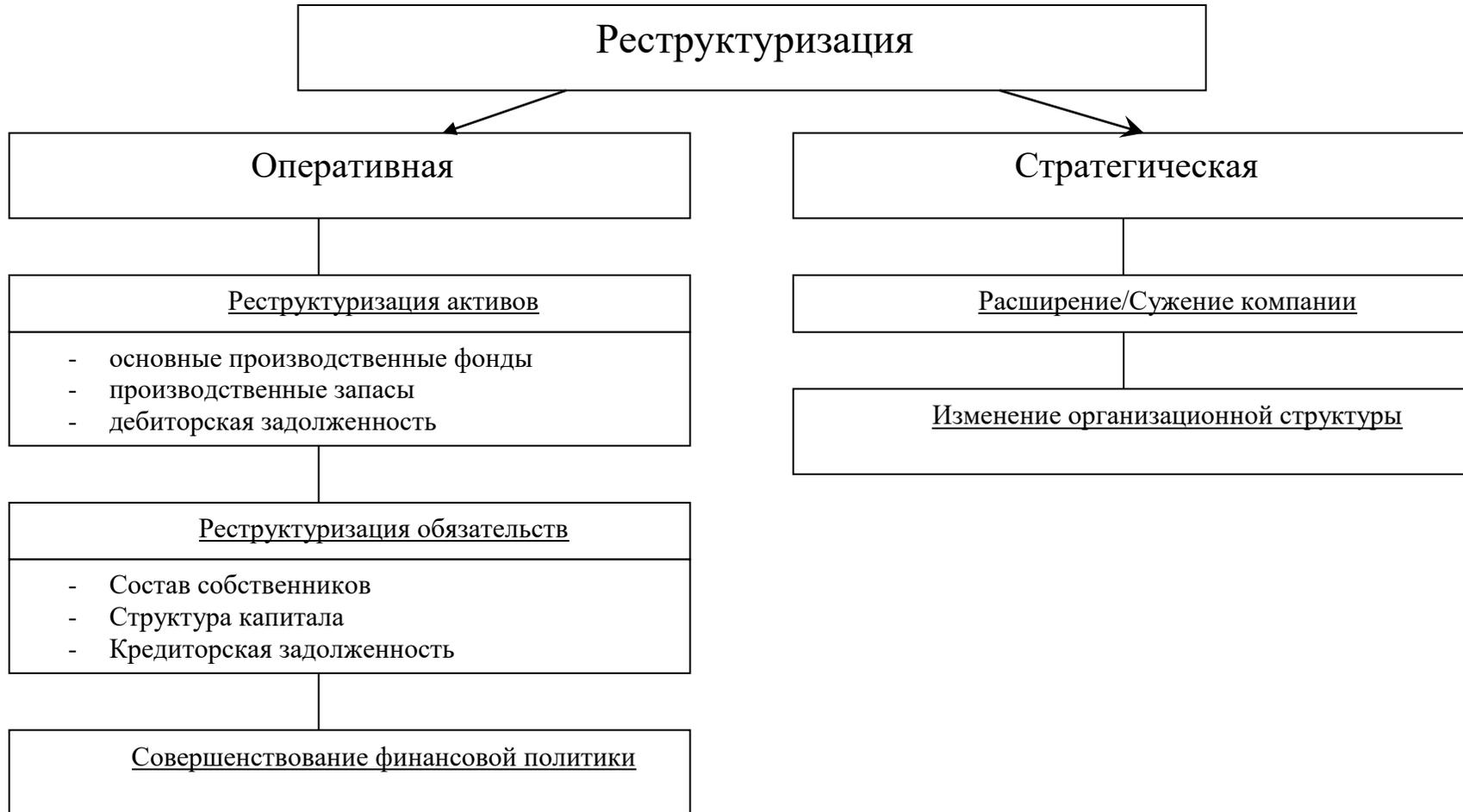


Рисунок 2. Основные этапы реструктуризации для безубыточной компании

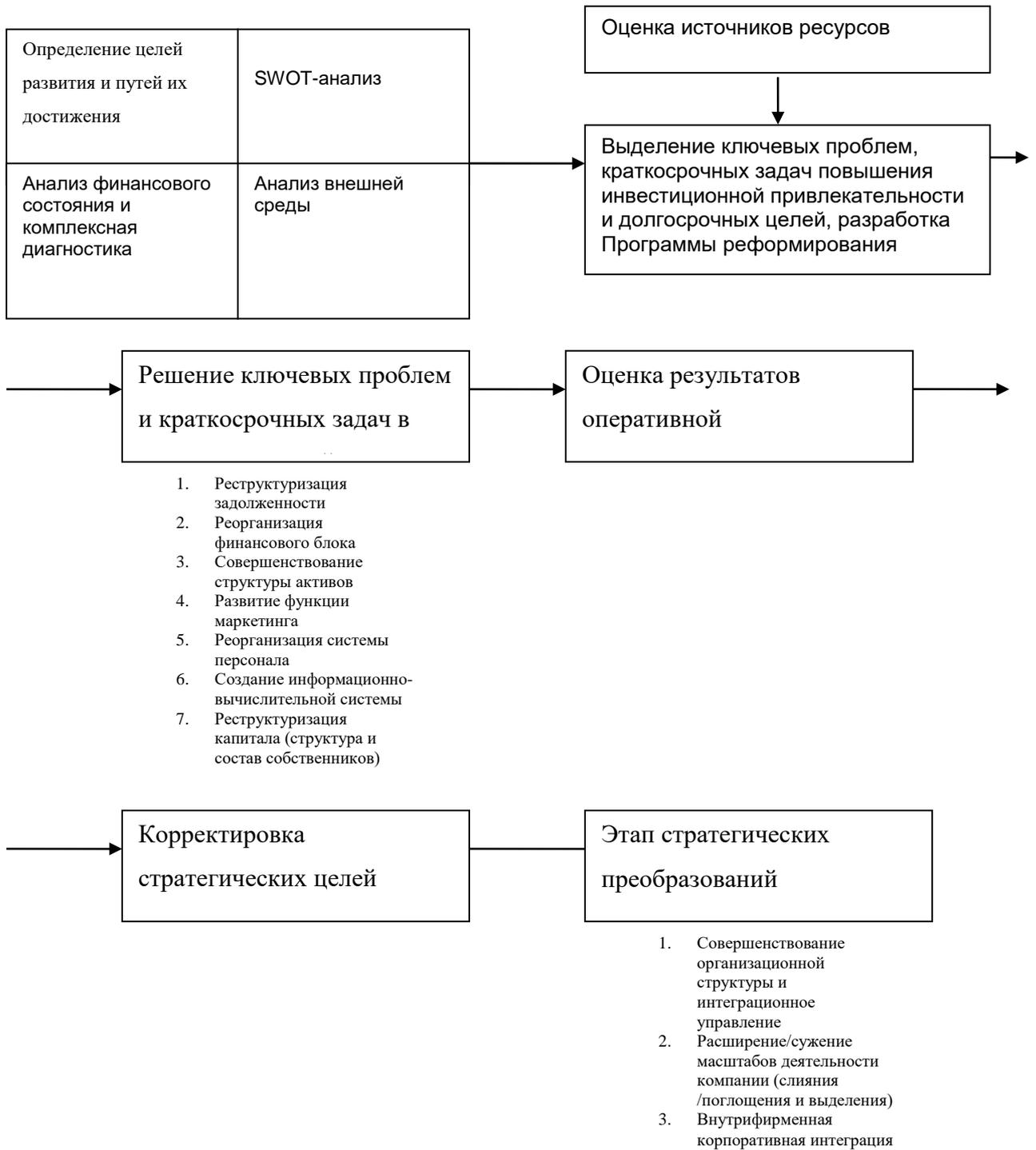
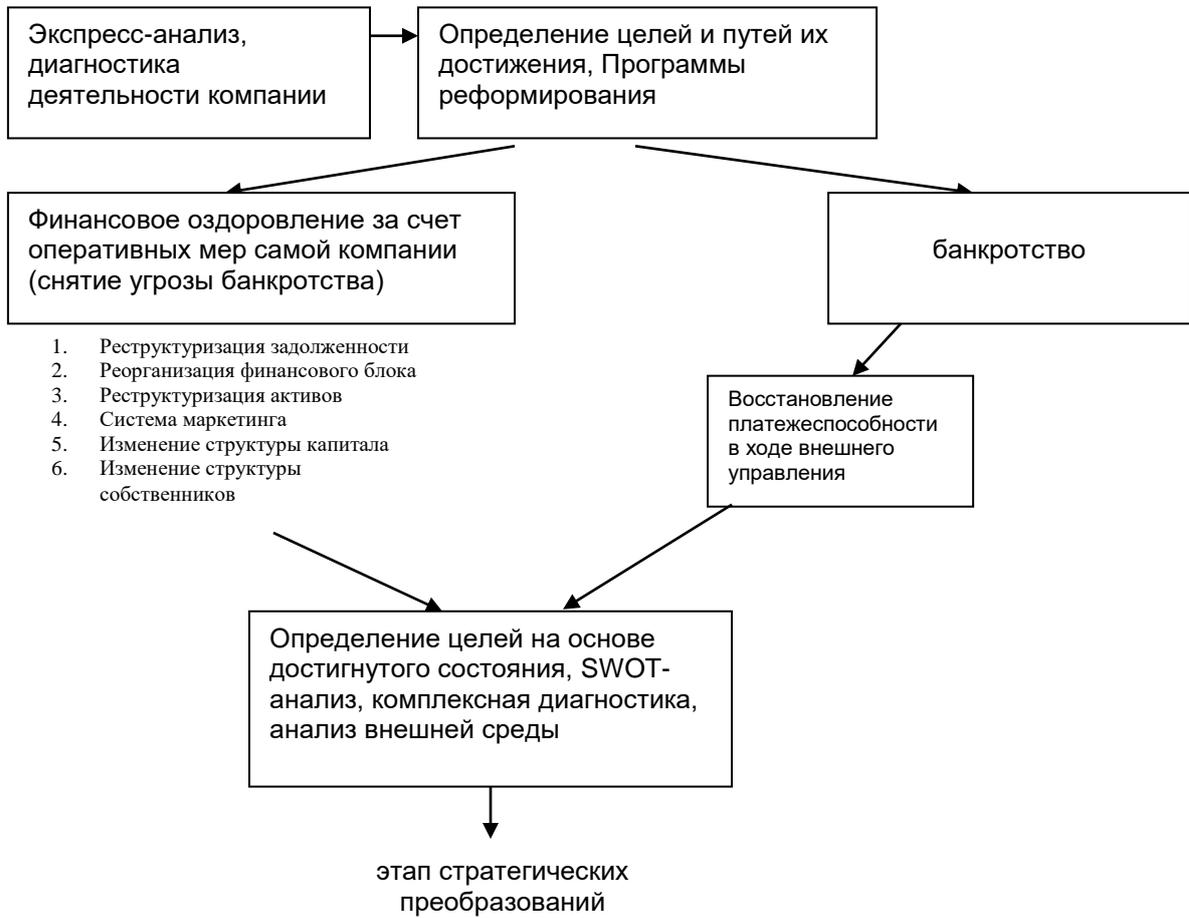


Рисунок 3. Основные этапы реструктуризации для компании в кризисном состоянии



Стратегические альянсы как элемент неорганических стратегий развития компаний

стратегические альянсы
совместное предприятие
стратегические союзы
консорциум
участие в капитале
предоставление лицензий
франчайзинговые соглашения

В последнее время ведущие компании создают стратегические альянсы для усиления своих совместных возможностей по обслуживанию крупных географических регионов и продвижению к еще большей вовлеченности в деятельность на мировом рынке в условиях ужесточившейся международной конкуренции. Сотрудничество и кооперация в осуществлении исследовательских проектов или маркетинговых программ, создание совместных предприятий повышают конкурентоспособность фирм, позволяют им осваивать новые рынки, технологии, выходить на зарубежные рынки сбыта, разделять риски и адаптироваться к требованиям антимонопольного законодательства. В условиях стремительного сокращения срока жизни технологий, возможность получения доступа к современным ноу-хау, новейшей информации оказывается важным конкурентным преимуществом.

Стратегия создания деловых альянсов обеспечивает компаниям доступ на рынки, где было затруднительно наладить собственное производство или каналы сбыта, или где законодательство запрещало создание 100% иностранных предприятий. Сотрудничество с основным иностранным конкурентом позволяет эффективно бороться с внутренней конкуренцией. В корпоративной практике наблюдается тенденция переноса акцента с образования двусторонних партнерств на создание сетей стратегических альянсов с участием нескольких компаний. В результате, в качестве субъектов конкуренции чаще выступают не отдельные фирмы, а консолидированные на основе стратегических интересов группы компаний.

Наиболее точное определение, раскрывающее специфику стратегического альянса, было предложено Гарреттом и Дюссожем (Стратегические альянсы – М. – ИНФРА-М, 2002), охарактеризовавших альянс как «взаимодействие двух или нескольких независимых компаний, которые намерены заняться специфическим родом производства или хотят реализовать проект, используя интеллектуальные и материальные ресурсы друг друга, вместо того, чтобы действовать самостоятельно или идти по пути слияния или присоединения»

Руководствуясь различными критериями, можно выделить несколько подходов к классификации альянсов (рис.1)

Альянсы создаются на основе горизонтальной межфирменной кооперации, а также между компаниями, занятыми в смежных сферах деятельности и обладающими взаимодополняющими технологиями и опытом. Тем не менее, альянс может объединять не только компании, продукция которых представляет собой комплиментарные товары или услуги, но и поставщиков и клиентов (например, руководство сети магазинов Marks&Spencer заключило неформальные стратегические альянсы со многими поставщиками товаров, продаваемых в магазинах под этой маркой), а также конкурентов (например, Grundig и Philips, объединили свои усилия в области видеозаписи). При этом, одна компания может состоять сразу в нескольких альянсах с разнообразными партнерами.

Наиболее распространенной формой стратегического сотрудничества является создание совместного предприятия. **Совместное предприятие (СП)** – это кооперация двух или

более отдельных организаций для достижения общих стратегических целей. СП, являющееся независимым юридическим лицом, создается, как правило, в форме корпорации или партнерства (товарищества). Соглашение о создании СП предусматривает распределение прав собственности, ответственности, финансовых рисков и вознаграждения между всеми участниками. При этом каждый из членов СП сохраняет свою независимость и фирменную марку (рис.2).

Практика показывает, что около половины всех стратегических альянсов создается именно форме СП, особенно в случае производства и продвижения самостоятельной продукции. Такая организация бизнеса типична, прежде всего, для транснациональных компаний, организовывающих альянсы с местными фирмами для проникновения на иностранные рынки. Существенного снижения издержек по сравнению с запуском так называемых проектов «зеленой поляны» (green-field projects) позволяет использование уже имеющихся производственных мощностей и трудовых ресурсов после соответствующей модернизации и обучения. Кроме того, местные производители обладают важными знаниями рынка, в то время как его прогнозирование и независимая оценка характеризуется высокой неопределенностью. Иллюстрацией применения подобной стратегии является СП, созданное компаниями-производителями шин и резиновых изделий Bridgestone Tire (Япония), стремившейся укрепить свои позиции на американском рынке, и Firestone (США). На первом этапе Firestone выделила свое подразделение по производству и распространению шин в отдельную дочернюю компанию, а затем продала $\frac{3}{4}$ своей доли в капитале этой дочерней компании Bridgestone, превратив ее тем самым в корпоративное СП. В результате Firestone получила 1,25 млрд. долларов: 750 млн. долларов от Bridgestone и еще 500 млн. – от самого СП. В обмен на инвестиции Bridgestone получила 75% долю в капитале компании по производству и поставки шин по всему миру.

Еще одной формой бизнес-альянсов являются *стратегические союзы*. Стратегические союзы и СП во многом схожи с точки зрения применяемых стратегий. Основное различие состоит в том, что стратегические союзы не подразумевают создание отдельных юридических лиц. Фактически, две или несколько компаний договариваются о совместном ведении бизнеса на принципах контрактных отношений, а иногда и просто неформальных соглашений (рис. 3)

Примером таких объединений могут служить соглашения двух корпораций о передаче прав на использование технологии, результатов НИОКР и маркетинговых исследований, или о небольшом долевым участии без создания отдельного бизнеса. Стратегические союзы могут предшествовать созданию СП, партнерства или слиянию. СП и стратегические союзы – это не пассивное инвестирование или условные отношения «продавец-покупатель». Довольно часто альянсы предполагают обоюдные тренинги, разработку совместного продукта, а также долгосрочные контракты, нацеленные на улучшение таких показателей деятельности, как, например, качество продукции, послепродажного обслуживания.

Иллюстрацией подобного сотрудничества является стратегический союз Microsoft (США) и Scala Business Solutions, крупной голландской консалтинговой компании. Альянс предполагает тесное сотрудничество для проведения совместного маркетинга, обучения, продвижения и сертификации продукции, распространения логотипа Microsoft, совместные НИОКР с доступом к ноу-хау, расширение клиентской базы.

Одной из моделей стратегических альянсов является *консорциум* – временный союз, как правило, нескольких компаний, целью которого, является высококачественное исполнение срочных и дорогостоящих заказов и проектов, требующих консолидации усилий и средств научно-технических, производственных, обслуживающих и финансовых компаний, способных совместно решить поставленную задачу (рис. 4). Довольно часто подобные консорциумы создаются для разработки месторождений. Организация консорциума оформляется соглашением; при этом консорциум может создаваться как с

образованием юридического лица, так и без. Консорциумы могут организовываться несколькими банками, производственными компаниями, научными центрами, государственными структурами. Они создаются для повышения технической и коммерческой конкурентоспособности его участников.

Существенной чертой является современная интернационализация консорциумов. Появились и консорциумы нового типа, в которых в качестве участников выступают целые государства, например, Intelsat — Международный консорциум спутниковой связи. Это совместный проект, в котором участвуют правительства разных стран, вкладывающие в него капитал и владеющие его акциями в количестве, пропорциональном их предполагаемому использованию системы.

Еще одной распространенной формой стратегического взаимодействия является *участие в капитале* (рис.5). Структуры, организованные по принципу участия в капитале, так называемого перекрестного владения акциями, обладают всеми характеристиками, присущими союзу. При этом, в данном случае подразумевается приобретение одной из сторон небольшой доли в капитале другой, как правило, не более 5-10%. Во многих международных партнерствах долевое участие партнеров в деятельности друг друга является широко распространенной практикой.

Одной из форм участия в капитале являются кейрецу, получившие широкое распространение прежде всего в японской экономике. Кейрецу – группа независимых фирм, объединенных тесными связями и иногда общим названием. Крупнейшей из них является группа “Mitsubishi”, входящие в группу 29 базовых и сотни дочерних компаний производят и реализуют тысячи различных товаров и услуг.

Характерной функцией такого рода групп компаний является обеспечение информационной сети и возможность подбора партнеров по совместным предприятиям. В частности в группе компаний “Mitsubishi” для развития информационного обмена и деловых связей центральные офисы компаний-членов размещаются в непосредственной близости друг от друга в одном районе Токио. Эта практика сочетается с поддержкой друг друга в проектах, призванных укреплять их возможности для проникновения на перспективный рынок для продукта какой-то из компаний. Например, все 29 базовых компаний “Mitsubishi” приняли участие в создании корпорации спутниковой связи “Space Communication Corporation”. В условиях широкого распространения деловых альянсов, нацеленных на эксплуатацию специальных компетенций, наличие устойчивой группы партнеров, которые обладают важными знаниями и навыками и готовы сотрудничать, является важным преимуществом.

Роль центрального органа управления в кейрецу выполняют торговые компании, эффективно удерживающие компании группы от конкуренции на рынках сбыта. Например, “Mitsubishi Heavy Industries” и “Mitsubishi Electric” производят кондиционеры. “Mitsubishi Corporation”, торговая компания, часто рассматриваемая как центральная фирма группы, реализует свои продукты на экспортных рынках и следит за тем, чтобы эти две самостоятельные компании не соперничали друг с другом. В кейрецу источником финансирования новых проектов является главный банк группы, который, наряду с обычными функциями, выполняет роль центрального, хорошо информированного агента, сообщающего фирмам-членам об открывающихся возможностях сотрудничества внутри группы. Данная структура напоминает по своему устройству широко распространенные финансово-промышленные группы. Однако важно вновь подчеркнуть, что ни одна из фирм-членов группы не владеет более чем 10% капитала другой, оставляя тем самым партнеров самостоятельными и независимыми.

Зачастую стратегические альянсы создаются в форме *предоставления лицензий* (рис.6). В самом широком смысле, лицензирование предполагает предоставление компанией-лицензиаром компании-лицензиату права на занятие определенным видом деятельности. Существуют два основных вида лицензионных соглашений. Один подразумевает предоставление права на использование уникальной технологии, продукта или

производственного процесса, так называемое «технологическое лицензирование». Второй тип соглашений предполагает выдачу лицензии на использование уже известной торговой марки или авторское право производителю потребительских товаров, действующему на рынке, где данная марка до сих пор не была представлена, так называемое «лицензирование бренда».

Компания, владеющая патентом, торговой маркой или авторским правом может предоставить лицензию на использование этих прав другим фирмам за соответствующее вознаграждение. И хотя лицензирование требует кооперации, в отличие от СП или альянса, ни риск, ни вознаграждение не распределяется между участниками. Соглашение о лицензировании, как правило, оговаривает лишь что производится или продается, как и где это будет использоваться, а также срок действия лицензии. Выплаты лицензиару включают определенный аванс и дополнительное вознаграждение в виде процента от будущих продаж. В случае образования альянса с крупной компанией, вознаграждение может включать также оплату тренингов для сотрудников, консультаций для менеджмента, дальнейшей разработки или усовершенствования продукта, передачу прав на производство. Иногда договор лицензирования содержит пункт, обязывающий получателя патента сделать некоторые инвестиции в лицензиара, как дополнительный источник гарантии устанавливаемых коммерческих отношений.

Стратегические альянсы предприятия розничной торговли товарами или услугами чаще всего создаются в форме *франчайзинговых соглашений*. Во всем мире на основе франчайзинга действуют автомобильные дилеры, автозаправочные станции, магазины одежды, гостиницы, рестораны, таксопарки, агентства по прокату автомобилей, банковский сектор и предприятия многих других отраслей. Франчайзинг представляет собой форму интеграции крупных и мелких компаний, основанную на объединении производства, рекламы, маркетинга, сбыта и т.д. путем передачи прав собственности на специфические активы (торговая марка, технология, ноу-хау). Франшизополучатель в данном случае владеет и управляет предприятием розничной торговли, используя товарный знак франшизодателя, а также нередко приобретая ресурсы или товары у франшизодателя для перепродажи. Франшизодатель в свою очередь получает комиссионные и лицензионную плату за использование его товарного знака и обычно обеспечивает также обучение, рекламу и другие услуги. Зачастую франчайзинговые соглашения предусматривают создание целой сети альянсов, в которых партнеры связаны многочисленными соглашениями.

Выделяют два типа франчайзинговых соглашений. Первый тип – франчайзинг по продукту или торговой марке – подразумевает обыкновенную реализацию продукции под торговой маркой франшизодателя. По этой схеме, например, действует компания Coca-Cola. Второй тип – франчайзинг по полному объему бизнеса – объединяет все подразделения-франшизополучатели единой сетевой стратегией. Так, действуют, в основном, сети ресторанов, кафе, в том числе McDonald's, Baskin Robbins, Benihana и т.д. Как правило, франшизодатели сохраняют за собой право устанавливать стандарты качества для франшизополучателей и добиваться их исполнения.

Однако слишком высокие требования препятствует заключению выгодных соглашений на основе продажи франшизы. Так, например, из-за строгих правил и стандартов обслуживания клиентов магазинов Louis Vuitton, удовлетворить которым способно лишь очень небольшое число уже существующих мелких фирм, компания LVMH Group вынуждена открывать свои собственные представительства в каждой стране. С другой стороны, такая стратегия гарантирует «единообразие» бренда, под которым в самом широком смысле понимается не только торговая марка, но и ее позиционирование на рынке, а также сервис и постпродажное обслуживание.

Выбор конкретной организационной формы, как правило, определяется целями, которых хотят достичь партнеры по альянсу, сроками, которыми они руководствуются,

характеристиками отрасли, а также вопросами налогообложения и законодательного регулирования.

В современных альянсах формы и механизмы межфирменного взаимодействия постоянно изменяются и постепенно усложняются. Сам характер подобного взаимодействия не предполагает какого-либо юридического оформления, вследствие чего отношения в рамках альянса зачастую носят неформальный динамичный характер.

Преимуществами форм совместного ведения бизнеса, побуждающие компании организовывать новые или вступать в уже существующие стратегические альянсы являются:

- **Распределение коммерческого риска.** В данном случае под риском понимается вероятность понести убытки, или, как минимум, не получить прибыль. Вступление в деловой альянс, как правило, обеспечивает компаниям доступ к технологиям и специфическим активам, а также позволяет уменьшить количество необходимых для проекта ресурсов, а, следовательно, удешевить его реализацию и снизить потенциальный риск.
- **Совместное использование ноу-хау.** Движущей силой создания многих альянсов становится получение права на использование технологий и ноу-хау. Разработка своих технологий и ноу-хау может оказаться непомерно дорогой. Кроме того, с учетом стремительности технологических изменений слишком высок риск того, что конкурент сможет предложить нечто более совершенное, прежде чем компания выйдет на рынок с собственной разработкой. Более того, как показывает опыт, компании, имеющие многочисленные внутриотраслевые связи, очень редко упускают из виду появляющиеся инновации или эффективные методики.
- **Совместное использование человеческих ресурсов и приемов менеджмента.** Для решения сложных задач и реализации проектов фирмам зачастую не хватает не только финансирования и технологических разработок, но и управленческого опыта и квалифицированных человеческих ресурсов. Эти проблемы решаются путем присоединения к компаниям, обладающим необходимыми навыками и знаниями.
- **Аккумуляция капитала.** Участие ряда компаний в реализации совместного проекта позволяет осуществить значительные совокупные капиталовложения, не доступные каждому из партнеров в отдельности.
- **Технологический прогресс.** Особенно действенны стратегические партнерства в тех случаях, когда новые технологии определяют связи между отраслями, ранее активно не взаимодействовавшими. Межфирменные альянсы позволяют получить доступ к ресурсам и знаниям гораздо быстрее, чем при вхождении в новые отрасли самостоятельно. В быстрорастущих отраслях соединение усилий компаний облегчает достижение успеха в борьбе за лидерство в области стандартов.
- **Доступ к новым рынкам.** Завоевание новых потребительских рынков – мероприятие, требующее существенных начальных вложений в маркетинговые исследования, такие как реклама и продвижение товаров, управление запасами и затраты на распространение продукции. В случае отсутствия альтернативных каналов доступа, высокие издержки могут навсегда закрыть для компании новые рынки. Создание альянсов позволяет партнерам получить эффективный доступ к знаниям о малоизученных рынках и культурах, позволяют выходить на уникальные компетенции, сосредоточенные в разных регионах мира.
- **Использование распределительных каналов другой фирмы.** Для решения описанной выше проблемы компании могут вступать в альянсы с другими фирмами и продавать свои товары, используя чужую сеть прямых продаж, магазины розничной торговли, прямые продажи по телефону, Интернет-сайты. Оплата таких «услуг» предусматривает, как правило, определенный процент от выручки, полученной компанией. Кроме того, фирмы могут применять механизм так называемого «взаимного маркетинга», который подразумевает реализацию товара другой фирмы через свои каналы

распространения. Прибыль от таких дополнительных продаж может быть очень значительной, так как ни одному из партнеров не приходится существенно увеличивать свои расходы или инвестировать средства в создание или расширение собственных каналов сбыта.

- **Электронные каналы сбыта.** За последние годы значительных объемов достигла Интернет-торговля, объединившая традиционные розничные сделки и электронные рынки сбыта. Компании активно используют уже известные торговые марки и дополнительные каналы распространения, чтобы реализовывать свою продукцию. Среди самых ярких примеров таких соглашений можно выделить партнерство между сетью универсамов Wal-Mart, магазинами бытовой техники Circuit City и Интернет-компанией America Online (AOL); альянс компании Microsoft с сетями магазинов бытовой техники Best Buy и Radio Shack.

- **Снижение издержек.** Снижение издержек в условиях альянса достигается несколькими путями. Прежде всего, установление отношений по принципу «покупатель-поставщик» способствует минимизации транзакционных издержек поиска информации. Кроме того, организация совместного производства также обеспечивает распределение или объединение имеющихся средств производства в процессе совместной деятельности и, как следствие, уменьшение средних постоянных издержек.

Основными факторами успеха бизнес-альянсов можно считать:

- долгосрочное планирование, координация политики, укрепляющие доверие партнеров, и стремление к сотрудничеству высшего и среднего менеджмента компаний-участников.

- успешное коммерческое взаимодействие. Вступая в альянс компании стремятся либо дополнить имеющиеся у каждой из них преимущества, либо компенсировать присущие недостатки.

- непрямой характер конкуренции. Компании-партнеры, представляющие одну отрасль, в особенности занимающие один сегмент рынка, редко достигают успеха при сотрудничестве. Основную роль здесь играет фактор доверия. В альянсах прямых конкурентов, даже работающих над локальным совместным проектом, чаще происходит утечка закрытой информации и переманивание кадров.

- Тактика «осторожности». С точки зрения коммерческой безопасности иногда важно ограничить совместную деятельность на начальном этапе периферийными сферами бизнеса участников. Затем опираясь на успешный опыт взаимодействия, участники переходят к более тесному сотрудничеству на дальнейших этапах существования альянса.

- Ясность целей, ролей и ответственности. Несмотря на то, что определенность и понятность целей важны для любого бизнеса, в случае с альянсами данный фактор играет особую роль, так как речь идет о координации деятельности независимых партнеров. Осознание целей приводит к своевременному выполнению задач, разделению ответственности, следованию установленным ориентирам, и результатам, поддающимся оценке. Компании с одинаковой философией, целями, практикой функционирования, системой вознаграждения и этикой, вероятно, будут более предрасположены к долгосрочному сотрудничеству

- **Взаимный контроль.** Высокие риски отличают альянсы, в которых операционное управление сосредоточено у одной из сторон, а необходимость контроля за действиями партнера по разным причинам упускается из виду. Результаты исследования 200 корпораций и созданных ими 1572 альянсов, проведенного профессорами менеджмента ряда университетов США, показывают, что среди многочисленных стратегических альянсов, существующих на сегодняшний день, самые успешные удается образовать в компаниях, где создан специальный отдел, занимающийся наблюдением за их работой.

- **Сопоставимость участников.** Под сопоставимостью в данном случае понимаются, прежде всего, одинаковые «размеры» компаний-партнеров. У более крупной и агрессивной компании может возникнуть искушение поглотить партнера. Кроме того,

важна сопоставимость представлений о временных рамках альянса. Известны крайне неудачные примеры такого рода сотрудничества. Например, альянс авиаперевозчиков Northwest Airlines и KLM Royal Dutch Airlines, объединивших свои операции в аэропортах Детройта и Амстердама, распался достаточно быстро. Причиной стали конфликтные отношения между руководителями компаний в результате попыток KLM получить контроль над Northwest Airlines, разные подходы к бизнесу, культурные различия.

- Поддержка высшего менеджмента. Немаловажным фактором оказывается активное и открытое участие топ-менеджмента компаний, образовавших бизнес-альянс, в его деятельности. Слабая мотивация, как правило, быстро проникает в управление низших уровней, оказывая дестимулирующее воздействие. В данной ситуации управление на каждом уровне попытается сконцентрировать свое время и усилия на тех операциях, которые увеличат его непосредственное вознаграждение и вероятность продвижения, в то время как данные операции могут отвлекать время, внимание и ресурсы от основных задач бизнес-альянса.

- Одинаковые финансовые ожидания

Такая задача, как завоевание определенной доли рынка, может иметь разнообразные финансовые результаты, не обязательно основывающиеся на получении ежеквартальной прибыли. Стороны, решившие объединиться, должны прийти к соглашению относительно того, что считать успехом. Если цели поддаются количественной оценке, а ориентиры – определению, успешность можно охарактеризовать как степень соответствия результатов деятельности поставленным целям и ориентирам.

Рисунок 1. Классификация стратегических альянсов



Рисунок 2. Формы стратегического сотрудничества: совместное предприятие

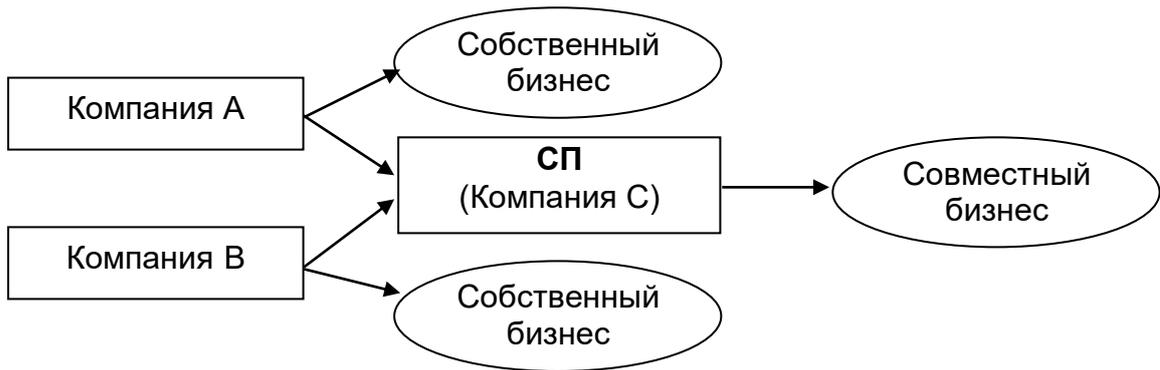


Рисунок 3. Формы стратегического сотрудничества: стратегические союзы

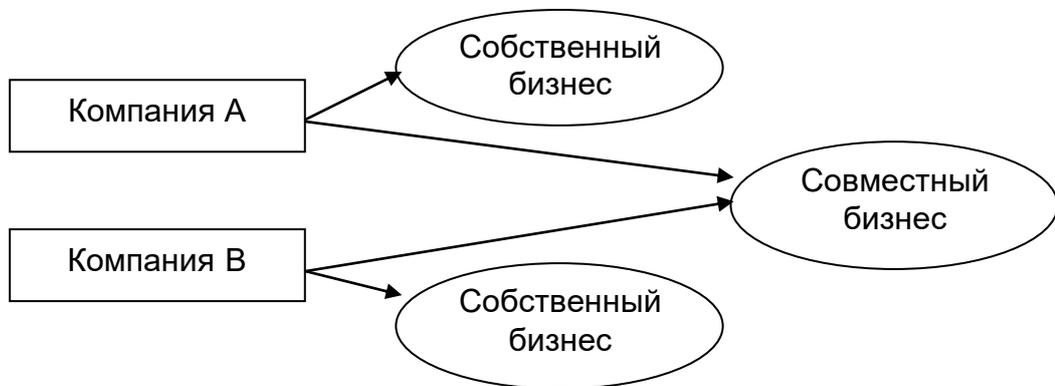


Рисунок 4. Формы стратегического сотрудничества: консорциум

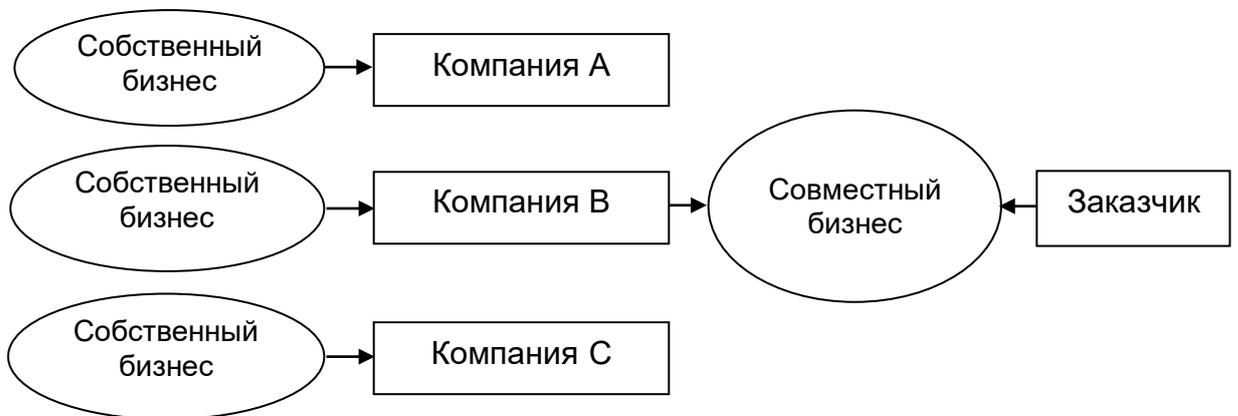


Рисунок 5. Формы стратегического сотрудничества: участие в капитале

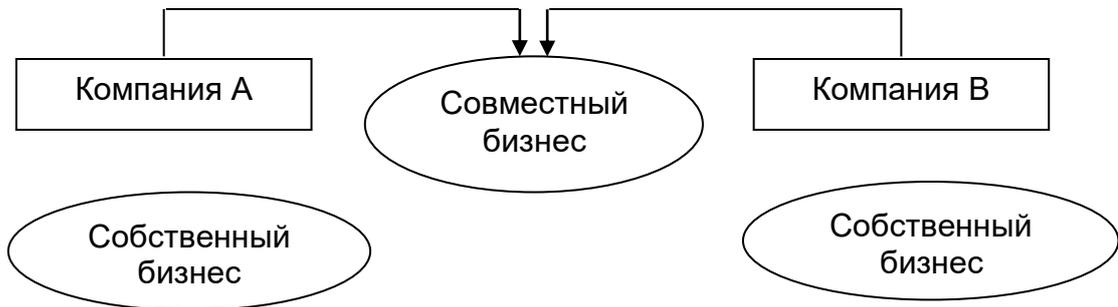


Рисунок 6. Формы стратегического сотрудничества: лицензирование

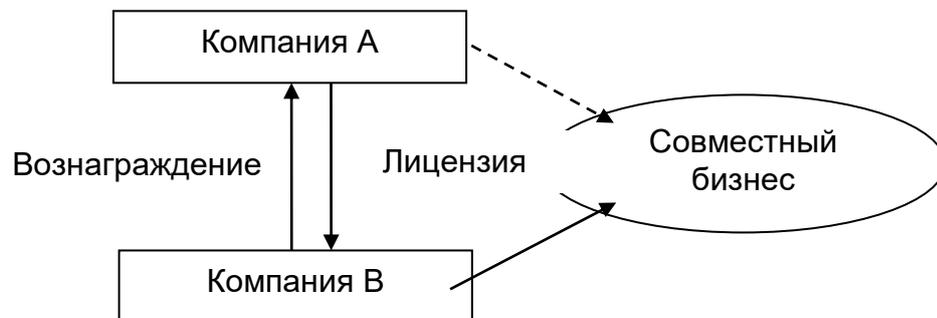
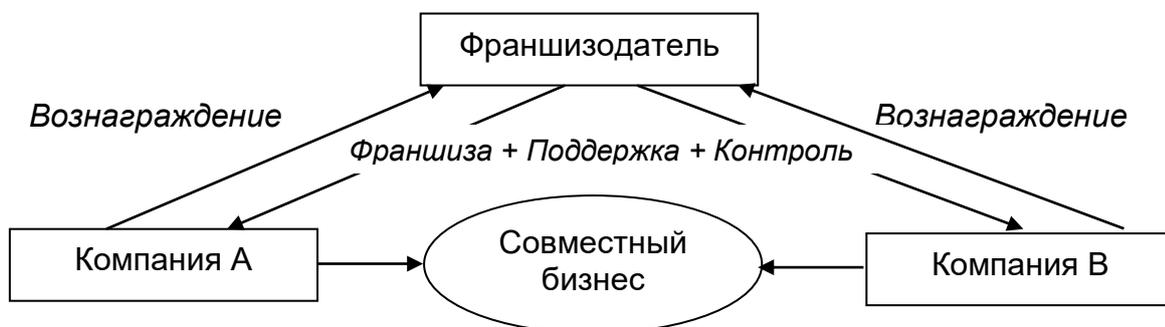


Рисунок 7. Формы стратегического сотрудничества: лицензирование



Факторы успеха сделок по слиянию и поглощению

*факторы успеха сделок по слияниям и поглощениям
выбор объекта приобретения
интеграция после слияния*

Одной из ключевых долгосрочных целей развития любой компании является рост рыночной капитализации. Успешные сделки на рынке корпоративного контроля позволяют существенно повысить рыночную капитализацию компании. Сделки по слияниям и поглощениям представляют собой сложный и многоступенчатый процесс и необходимо видеть возможности по созданию или разрушению стоимости компании на каждой его стадии (рис.1). Консультанты компании McKinsey выделяют следующие **факторы успеха сделок по слияниям и поглощениям:**

Стратегия компании

На первом этапе успешного слияния компания должна понятно сформулировать стратегические цели деятельности и роста. Необходимо разработать систему показателей, конкретизирующих цели деятельности и стратегию роста через поглощения, и на ее основе подобрать подходящий объект для сделки, способный упрочить конкурентные позиции компании. Такая система показателей может включать долю рынка, освоение новых географических рынков сбыта, разработку новых продуктов или технологий, экономию от синергетического эффекта и др.

Чтобы избежать разрушения стоимости, любая сделка должна совершаться в рамках общей корпоративной стратегии компании. Согласно исследованиям McKinsey, некоторые стратегии слияний и поглощений лучше влияют на капитализацию компании, чем другие. Аналитики компании выявили, что из всех стратегий инвесторы больше всего одобряют сделки, направленные на увеличение доли рынка за счет консолидации, расширения географии деятельности и добавления новых каналов дистрибуции уже имеющихся продуктов. Это объясняется тем, что объединение активов в одной или связанных отраслях позволяет создавать синергетические эффекты.

Более насторожено рынок относится к проведению сделок по диверсификации деятельности компании за счет приобретения значительных активов в новой отрасли или отказа от части существующего портфеля, то есть продажи отдельных направлений бизнеса. Но если трансформируется компания, которая оперирует в растущей или фрагментированной отрасли либо в последнее время ее показатели ниже показателей конкурентов, то инвесторы воспринимают это положительно.

Однако для компании в стагнирующей отрасли экспансия не всегда может оказаться лучшим решением. Для таких компаний увеличение стоимости может обеспечить переход в более перспективные сферы, где компания может применить имеющиеся у нее навыки и знания и создать синергетические эффекты. Формируя портфель активов, сбалансированный по параметрам текущей эффективности и потенциала роста, умеренно диверсифицированные компании могут создать основу для более устойчивых показателей в будущем.

Стратегии, предполагающие поглощения в широком наборе отраслей без создания синергетических эффектов, также могут быть эффективными. Компании, сфокусированные на одном направлении деятельности, стремятся избегать таких сделок, в то время как финансовые покупатели, например фонды прямых инвестиций, эффективно создают стоимость за счет повышения качества управления в поглощенной компании, поддержания растущих бизнесов или изменения структуры отраслей, в которой действует целевая компания. Это объясняется тем, что классические фонды прямых инвестиций пользуются привилегированным доступом к финансовым ресурсам и крупным сделкам, широкими возможностями формирования менеджерских команд для управления активами в самых разных отраслях и умением провести реорганизацию в поглощенной компании.

Выбор компании-цели.

Ошибки, допускаемые при проведении сделок по слияниям и поглощениям, обычно заключаются в неверном выборе объекта приобретения или в слишком высокой цене, которую платят за покупку. Поэтому выбор объекта приобретения требует всестороннего анализа ситуации, предполагающего исследование потенциальных источников создания стоимости и вероятности их реализации.

Выбор объекта приобретения предполагает следующие шесть обязательных этапов, позволяющих установить целесообразность инвестирования в ту или иную компанию:

Анализ отрасли. Самым первым шагом на пути к определению потенциальной компании-цели является выбор отрасли для поглощения. В зависимости от общей корпоративной стратегии компании консолидация может проводиться в рамках отрасли поглощающей компании для достижения эффекта от масштаба или географической диверсификации бизнеса, либо это может быть переход в другую отрасль в целях вертикальной интеграции активов или расширения продуктового набора. Выбрав отрасль для поглощения, компания-покупатель проектирует динамику ее роста и структуру, определяет и прогнозирует расстановку сил на рынке, оценивает подверженность отрасли воздействию макроэкономических факторов, изучает возможности технологических, законодательных, конкурентных изменений и колебаний спроса. Цель отраслевого анализа состоит в идентификации и анализе того, как отраслевые факторы повлияют на способность компании конкурировать.

Самооценка. Выбрав отрасль, компания проводит анализ своей конкурентоспособности и определяет стратегические преимущества и недостатки. Этот анализ основывается на стратегическом плане компании и поддерживающем его анализе сильных и слабых сторон, возможностей и угроз (SWOT-анализ). Тем самым компания оценивает возможность создания стоимости в поглощенной компании и получения синергетического эффекта от предполагаемой сделки.

Оценка кандидатов на слияние или поглощение. Сопоставление собственных ожиданий от слияния и параметров кандидатов, включающих их операционные характеристики, структуру собственности и финансовые показатели, позволяет определить наиболее привлекательных из них. В успешных поглощениях, как правило, приобретается не лидер отрасли и не самая отсталая, а вторая или третья по показателям эффективности компания. За компанию-лидера отрасли приходится дорого платить, а превращение отсталой компании в высокоэффективное предприятие связано с большими трудностями и затратами.

Определение возможностей для создания синергий. Успех сделки во многом зависит от способности реально оценить возможности создания стоимости в результате интеграции сбытовых, производственных, исследовательских и других мощностей, усиления рыночных позиций, уменьшения штата, передачи технологий. Компании часто переоценивают возможности создания синергетических эффектов, в результате чего премия, заплаченная за целевую компанию, себя не окупает. Сопоставление собственных навыков и собранной информации о кандидатах позволяет определить конкретные источники синергетических эффектов, вероятность и стоимость их достижения.

Определение возможностей для создания стоимости за счет реструктуризации компании. Потенциально прибыльными компаниями часто плохо управляют, и за счет их реструктуризации и создания новых стратегических и операционных возможностей, финансовой оптимизации, продажи или приобретения активов можно создать значительную стоимость. Определяя возможности для реструктуризации, покупатели часто сравнивают поглощаемую компанию с лидерами отрасли.

Финансовая оценка кандидата. На этом этапе проводится оценка стоимости поглощаемой компании с применением внутренних (дисконтированных денежных потоков с учетом синергетических эффектов и устранения неэффективности управления) и внешних показателей (рыночные оценки, прецеденты аналогичных сделок).

Успешная интеграция после слияния

Интеграция компаний – одна из сложнейших управленческих задач, которую предстоит решить менеджменту после фактического слияния или поглощения (рис.2). Возникающие в процессе слияния выгоды могут перекрываться снизившимся качеством управления, демотивацией, несовместимостью технологических процессов и корпоративных культур. Поэтому прежде чем решиться на слияние или поглощение, компании обычно выявляют возможности для создания стоимости или синергетических эффектов, которые они получают, объединив две организации. Как правило, эти возможности оцениваются с точки зрения определения премии, которую может заплатить компания-покупатель и рисков, связанных с интеграцией. Интеграция начинается с выработки согласованного мнения о деловой стратегии, целях и задачах новой компании, а также определения ключевых факторов успеха и их реализации. Обе компании должны достичь соглашения относительно основных процедур и сроков интеграции. Особого внимания заслуживает определение момента и способов перехода от подписания соглашения к реальным интеграционным мероприятиям. Компании также должны решить, когда и в какой форме объявить коллективам о предстоящей сделке. Основные управленческие технологии и желательную степень интеграции также необходимо определить на ранней стадии сделки, и на этой основе разрабатывать стратегические планы интеграции. Наконец, обе компании должны выдвинуть своих представителей в проектную группу.

Процесс реализации выгод от синергии

Успех в достижении синергетических выгод начинается с тщательного стратегического планирования. Чем лучше продуман процесс слияния, тем выше шансы, что сделка будет успешной. Стремление ускорить процесс завершения сделки является одной из причин неудовлетворительного планирования. Не существует единого оптимального способа объединения двух компаний и универсальных методов разработки плана их объединения. К ключевым аспектам процесса интеграции, определяющим успешность проведения сделки и достижения цели создания стоимости компании:

Обеспечение стабильности бизнеса. На первом этапе интеграции, когда компании только объединились, сложно обеспечить стабильную работу, уложиться в краткосрочный бюджет и принять верные решения по инвестициям и стимулированию бизнеса, которые позволили бы компании эффективно развиваться в долгосрочном периоде. Все усилия направлены на решения стратегических задач, а текущим проблемам придается второстепенное значение. Изменения в организационных структурах, процессах и системах, вызванные слиянием, создают атмосферу неопределенности, что приводит к утрате компанией своих рыночных позиций и снижению заинтересованности сотрудников.

В процессе такого объединения легко разрушить отношения с потребителями, поставщиками, а это в первую очередь может нанести ущерб стоимости бизнеса. Многие компании, чтобы избежать потери клиентов и повысить их лояльность, проводят специальные программы: выявляют ключевых клиентов и разрабатывают схему постоянного взаимодействия с ними руководства компании. На этапе переходного периода особенно важно создать определенные стимулы для ключевых сотрудников.

Во время переходного периода необходимо тщательно отслеживать бюджет объединенной компании и учитывать риски потери финансового контроля. Для успешного контроля расходов необходимо:

- жестко следовать параметрам, заложенным в бюджете, и контролировать это соответствие;
- включать доклады о показателях операционной и финансовой деятельности в отчетность о ходе интеграции;
- четко определить ответственность за расходы и ресурсы, используемые на нужды интеграции.

Краткосрочные синергетические эффекты. Краткосрочные синергетические эффекты является первым и наиболее очевидным источником создания стоимости в большинстве слияний. Они достигаются за счет сокращения расходов, устранения дублирующих функций и операций, усиления позиций в отношениях с поставщиками, увеличения размера компании и достижения эффекта от масштаба (рис. 4), снижения стоимости финансирования. Кроме того, некоторые синергетические эффекты реализуются через увеличение доходов компании, в частности, за счет перекрестных продаж, выравнивания цен или высвобождения активов. Рост доходов компании после слияния заслуживает особого внимания со стороны менеджеров. Отсутствие такового зачастую является причиной того, почему так много слияний не окупают вложенных в них средств. Многие компании после сделки концентрируются на реализации отдельных синергетических эффектах (в основном, на снижении издержек) и в результате теряют из вида основную цель – рост доходов объединенной компании. В конечном итоге результат слияния определяется доходами, а не издержками. Снижение темпов роста гораздо болезненней отражается на цене акций компании, нежели неспособность компании снизить издержки. Кроме того, возможности экономии в издержках возникают не часто: около 40% компаний оказываются неспособными реализовать предполагаемую синергию в издержках (Haarmann Hemmelrath Management Consultants, Vol 119).

Наконец, те компании, которые регулярно и целенаправленно преследуют цель увеличения роста после слияния, создают сильный базис, наличие которого облегчает достижение целей слияния (в т.ч. и снижение издержек). Акцент на ускорение роста мотивирует топ-менеджеров компании значительно сильнее, чем установка на снижение издержек.

Для вновь образовавшейся компании реализация краткосрочных эффектов – шаг к демонстрации сотрудникам, рынку, профессиональному сообществу успешности сделки. Как показывает опыт успешных слияний, синергетический эффект достигается при соблюдении ряда условий.

- На всех уровнях компании ставятся четкие и реалистичные цели.
- Поставленные цели касаются всех сотрудников. Необходимо поддерживать у сотрудников заинтересованность в результатах деятельности и формировать чувство ответственности.
- Первостепенное внимание уделяется планам, позволяющим быстро и эффективно реализовать инициативы, которые принесут высокую дополнительную стоимость. Среди критериев, определяющих «первостепенность» таких инициатив, может быть их затратность, рискованность и степень воздействия на клиентов.
- Краткосрочные выгоды и долгосрочные ценности должны быть уравновешены. Например, поиск компромисса между необходимостью быстрого сокращения издержек за счет увольнения части сотрудников и той потенциальной выгодой, которую эти люди могут принести компании в долгосрочном периоде.
- Постоянный анализ процесса преобразований.
- Налаживание коммуникаций и обратной связи с сотрудниками. Необходимо по всем информационным каналам компании постоянно доносить до сотрудников смысл стоящих перед объединенной компанией целей и задач.

Однако при всей важности краткосрочных синергетических эффектов, акцент при разработке стратегии новой компании должен делаться на стратегические задачи.

Скрытые резервы. Слияние дает менеджменту объединенной компании возможность провести масштабные преобразования как в поглощаемой, так и в поглощающей компании, и решить давно назревшие проблемы, в том числе, не имеющие прямого отношения к самому слиянию.

- Реинжиниринг традиционных бизнес-процессов. Возможность отказаться от устаревших процессов и использовать интеграционный импульс для перехода к новым бизнес-моделям.

- Выход на новый уровень эффективности, например за счет создания модели оценки и управления рисками.
- Совместное использование активов.

Этот подход наиболее приемлем для компаний, ориентированных на рост, хорошо разбирающихся в методах повышения эффективности операционной деятельности компании, и успешно применяющих эти методы на практике. Самые успешные компании для реализации скрытых возможностей создают специальные многофункциональные группы, систематически анализируют стратегические планы, следят за происходящим вне компании.

Новые стратегические возможности.

Можно создать значительную дополнительную стоимость, реализуя стратегические возможности, открывшиеся в результате слияния. Так, в ряде случаев объединяющиеся компании создавали дополнительную стоимость, выходя на новые рынки, на которых до слияния они были неконкурентоспособны. Часто новые стратегические возможности появляются, когда на основе двух не связанных друг с другом технологий разрабатывается новая, или когда масштаб объединившихся компаний открывает им путь к дальнейшим слияниям.

Интеграция корпоративных культур

Интеграция корпоративных культур – одна из основных проблем при сделках слияния. Основная цель интеграции корпоративных культур - обеспечение реализации стратегических целей интеграции. Как показывает практика, интеграционные мероприятия терпят неудачу из-за «оппортунистического» поведения сотрудников на низших уровнях организационной иерархии. Для достижения устойчивых результатов вновь образованной компании необходимо разработать процедуры по сближению корпоративных культур и ценностей обеих организаций, определяющих внутреннюю деловую среду.

Чем сильнее отличаются две корпоративные культуры, тем труднее задача интеграции объединяющихся компаний. Продуманное предварительное планирование дает покупателю осведомленность о серьезных различиях в культуре, которые могут препятствовать процессу интеграции. Хотя эти факторы очень важны для успеха поглощения или слияния, их часто бывает трудно измерить и встроить в финансовую модель.

Для решения проблемы разных корпоративных культур необходимо :

- **в краткосрочном периоде** выявить «культурные проблемы», связанные с сотрудниками, общением, структурными преобразованиями, приоритетами в создании стоимости и т. д., и заняться их решением;
- **в долгосрочном периоде** сформировать корпоративную культуру, при которой сотрудники старались бы эффективнее трудиться и выполнять задачи, поставленные новой компанией.

В современной экономике стоимость, создаваемая в результате объединения, напрямую зависит от человеческого фактора. На менеджеров по персоналу возлагается не только функции по обеспечению интеграции человеческого капитала, но и стратегическая поддержка интеграции на всех организационных уровнях и содействие интеграционным процессам во всех функциональных подразделениях компании. На раннем этапе интеграции функция управления трудовыми ресурсами должна обеспечить формирование штатного расписания, отбор либо увольнение тех или иных работников, кадровые назначения, выработку модели оплаты труда и политику закрепления кадров на время интеграции. Необходимо внимательно изучить отчеты о деятельности сотрудников для того, чтобы решить, кого из них обязательно надо оставить. В идеале ключевые сотрудники должны знать о своих перспективах до завершения слияния, а лучше всего – еще до объявления о предстоящей сделке. На этапе завершения интеграции управление

трудовыми ресурсами ориентировано на организацию поддержки деловой стратегии новой компании со стороны персонала.

Компаниям, собирающимся проводить слияния и поглощения с целью активизации незадействованных источников роста поглощаемой компании, необходимо тщательно подбирать объект поглощения, грамотно структурировать сделку и подбирать консультантов, эффективно контролировать деятельность поглощенной компании. Если компания не имеет своей команды опытных специалистов по проведению поглощений, можно нанять внешних консультантов. Однако интересы внешних консультантов должны соответствовать интересам компании. На этом этапе возможны следующие риски: уплата завышенной цены вследствие неверной оценки консультантами стоимости поглощаемой компании или ее умышленного завышения в личных интересах, поспешное и, соответственно, не достаточно качественное прединвестиционное исследование (анализ финансово-хозяйственной деятельности покупаемой компании), слишком простые контракты, не учитывающие все возможные риски, низкий уровень предварительного планирования поглощения.

Однако, высокий процент неудачных слияний объясняется не только сложностью интеграционных процессов, но и высокими премиями. Чтобы оценить издержки покупателя необходимо учесть изменение цен акций продающих компаний. Рисунок 5 обобщает результаты исследования П. Аскита, в котором были изучены около 200 слияний за период 1962-1976 гг. Исследование выявляет аномальные прибыли акционеров в интервале примерно 120 дней вокруг даты первого объявления о слиянии. Легко видеть, что акционеры компаний, которые выступали продавцами в этих сделках, получили весьма существенные выгоды. С другой стороны, акционеры компании-покупателя выиграли гораздо меньше.

Анализ П. Аскита – это всего лишь одно из десятков исследований выгод, которые получают фирмы-покупатели и фирмы-мишени в сражении за контроль над корпорацией. Почему же все-таки акционеры компаний-мишеней поглощения получают более высокие прибыли? Это можно объяснить двумя причинами. Прежде всего, компании-покупатели, как правило, всегда крупнее, чем компании-продавцы. Во многих случаях они настолько крупнее, что даже существенные и значительные чистые выгоды, которые получает компания-покупатель, не находят отчетливого отражения в курсе ее акций. Допустим, что компания А приобретает компанию Б, которая в 10 раз меньше. Пусть также чистые выгоды слияния в долларовом выражении распределены равномерно между двумя компаниями¹. Тогда акционеры каждой компании получат одинаковые прибыли в абсолютном исчислении, но в относительном, или процентном, выражении прибыли акционеров компании Б окажутся в 10 раз выше.

Вторая причина – конкуренция между покупателями. Как только первый из них начнет игру с компанией-мишенью слияния, так остальные поклонники этой компании стремительно вступают в начатую игру, иногда в роли «благородного рыцаря», которого призвали менеджеры компании-мишени для спасения от недружественного поглощения. Каждый раз, когда следующий поклонник стремится превзойти условия, выдвинутые предыдущим, все большая часть выигрыша от предстоящей сделки слияния переходит к акционерам компании – объекта сделки. В то же время менеджеры последней могут, в свою очередь, предпринять разнообразные меры контрастступления законодательного или финансового характера, добиваясь, чтобы капитуляция их компании, если она и наступит, произошла при самой высокой из возможных в данных условиях цене.

Конечно, компании-покупатели и компании-мишени – не единственные победители в этих битвах. Покупателей, проигравших сделку, на самом деле часто также следует отнести к победителям в сражении, поскольку им удается продать свои доли участия в компаниях-мишенях со значительной выгодой. Эти доли могут быть проданы на открытом рынке

¹ Иначе говоря, издержки слияния для компании А равны половине выигрыша PV_{AB} .

либо непосредственно компании – объекту поглощения, как вариант так называемой операции зеленый шантаж². Кроме того, проигравший покупатель может продать свою долю акций и компании, оказавшейся в роли удачливого поклонника. Так, компания Mesa Petroleum заработала \$80 млн. на продаже компании Cities Service своей доли ее акций (которую она приобрела прежде, готовясь к слиянию) и \$760 млн. на продаже имевшихся у нее акций Gulf компании Chevron, которая стала формальным победителем в сражении за Gulf.

В плеяду победителей в битвах за слияния входят инвестиционные банки, и консультанты в области права и бухгалтерского учета, а также в некоторых случаях спекулянты фондового рынка, которые проводят рискованные операции с акциями участников поглощений.

Не существует магических формул и рецептов достижения успеха. Многие компании на собственном опыте знают, что настроения на фондовых рынках крайне непостоянны и даже самая тщательно подготовленная сделка может быть «не принята» рынком. Но очевидно, что для успеха сделок по слияниям и поглощениям, менеджеры компании должны мыслить нестандартно, уметь заглянуть за рамки привычного, творчески использовать накопленный опыт и знания.

² «Зеленый шантаж» - целенаправленный выкуп компанией собственных акций, когда потенциальным покупателям выплачиваются определенные суммы с целью избежать нежелательного поглощения.

Рис.1. Основные этапы осуществления сделок по слиянию и поглощению

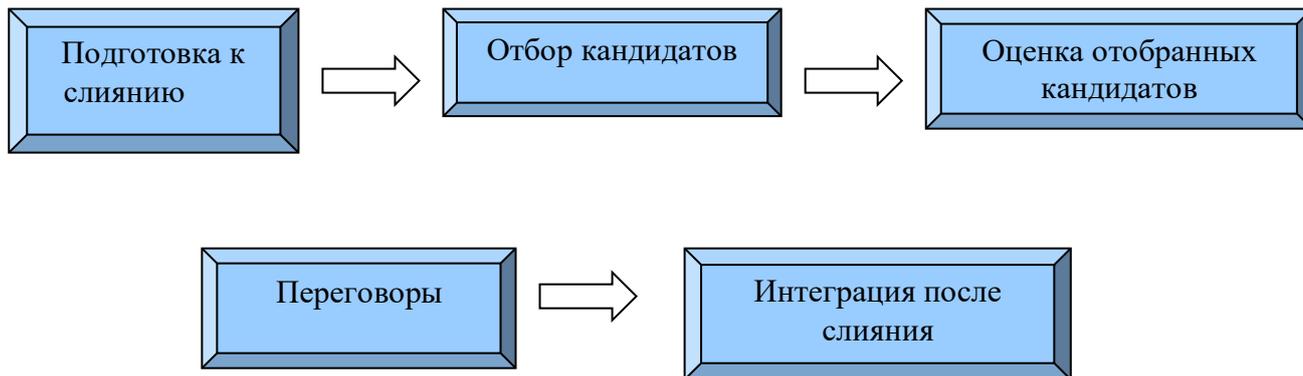


Рисунок 2. Состав мероприятий проведения интеграции компаний



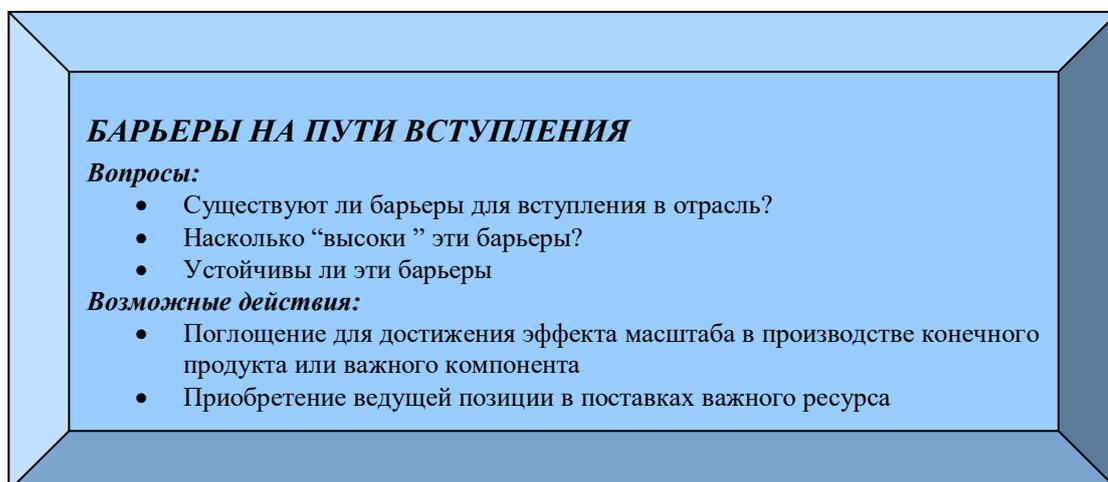
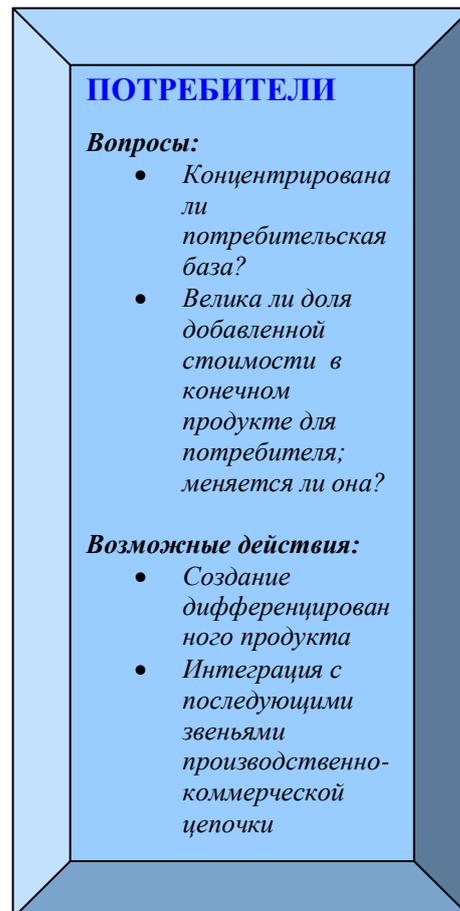
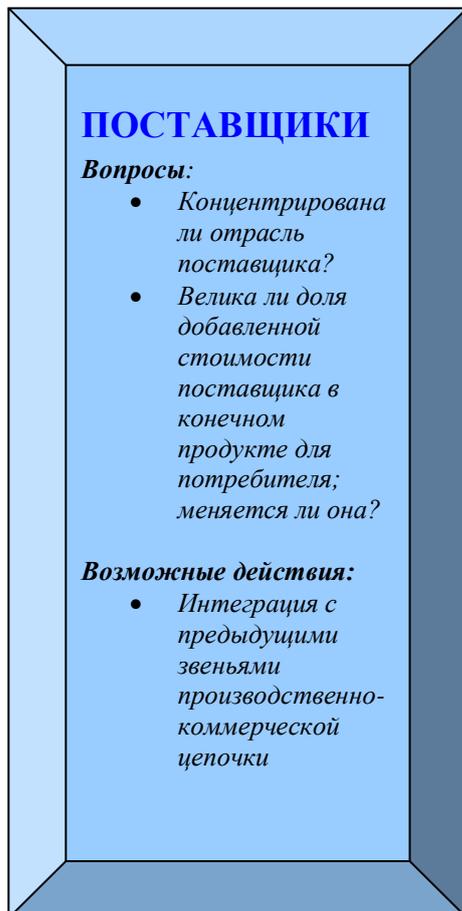
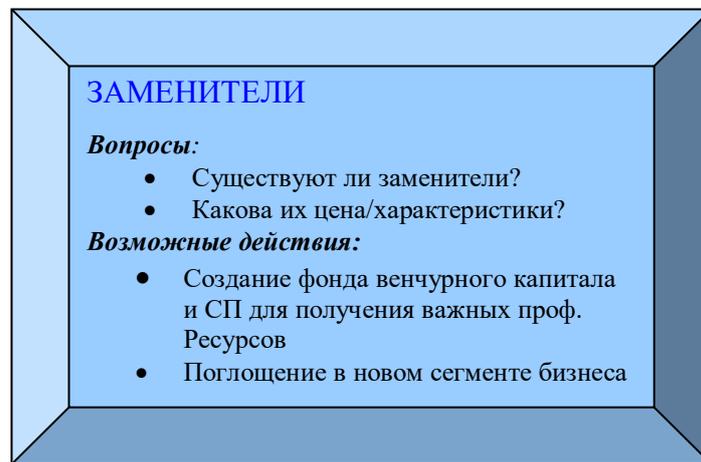


Рисунок 3. Анализ конкурентов

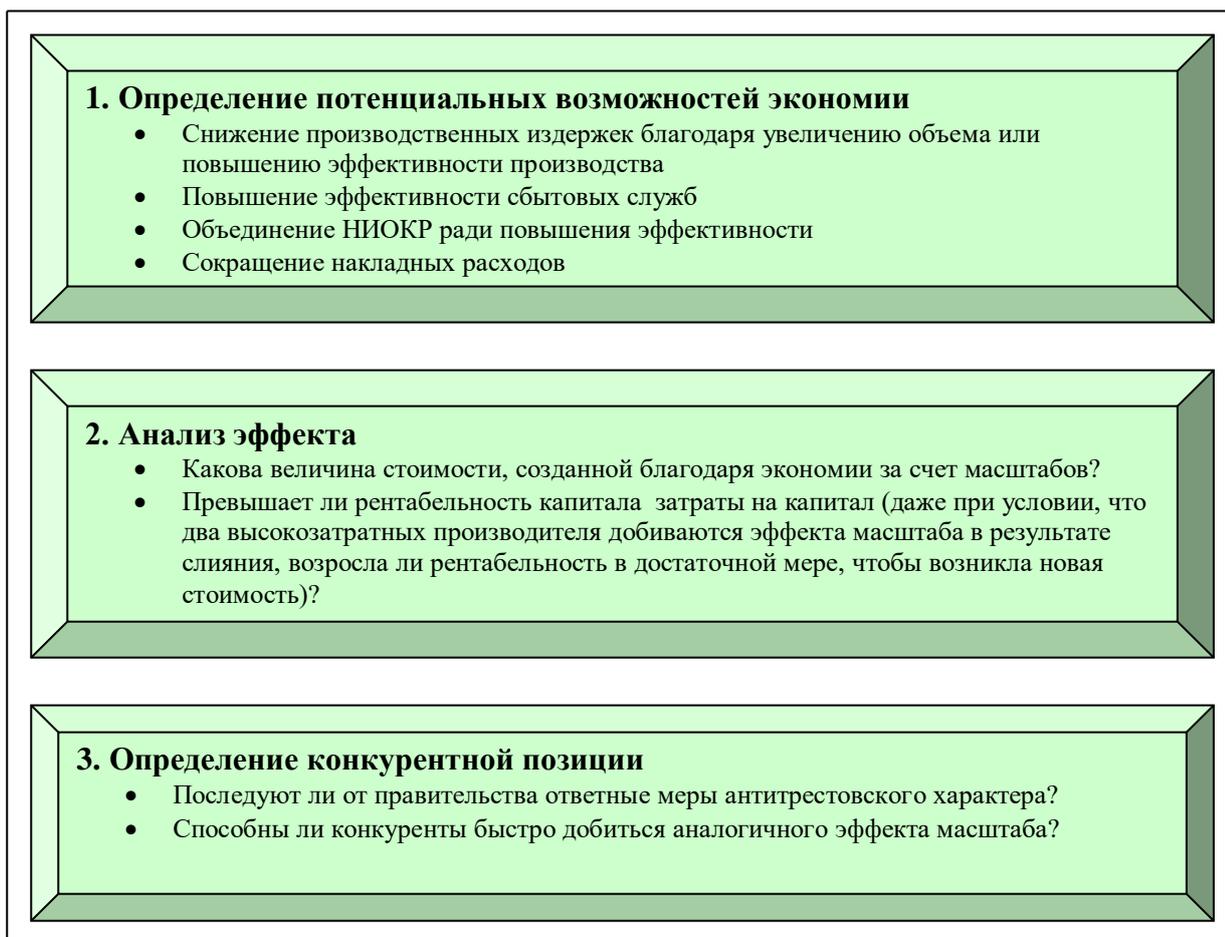
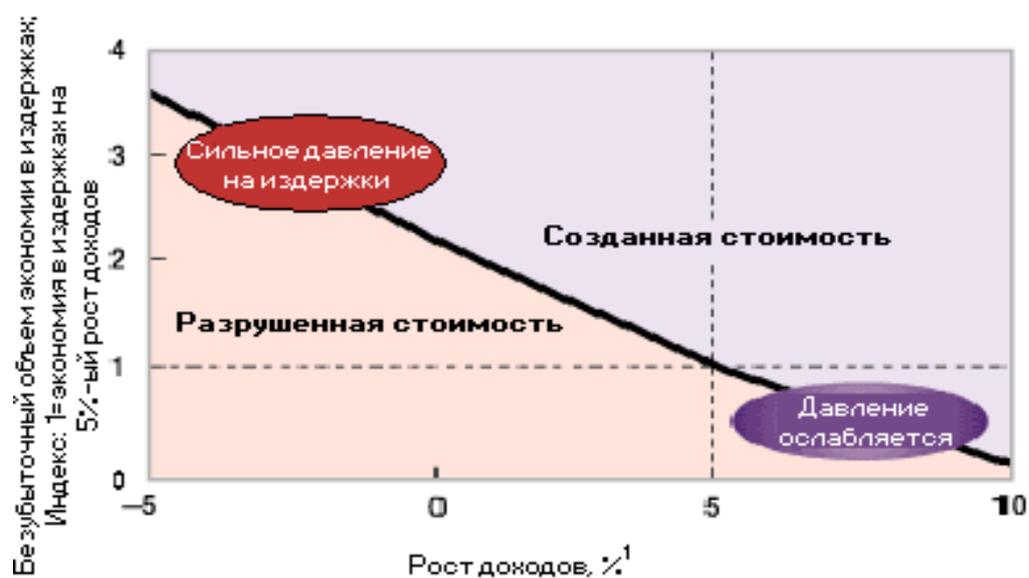


Рис.4. Анализ потенциальной экономии за счет масштабов деятельности (эффекта масштаба)

Рисунок 5.

Превышение целевых нормативов роста доходов позволяет более гибко планировать экономию в издержках



¹ Предполагается 5%-ый рост доходов после поглощения.

Синергетические эффекты в сделках по слиянию и поглощению

синергия

операционная синергия

финансовая синергия

управленческая синергия

метод дисконтированных денежных потоков

модель реальных опционов

Слияния и поглощения (M&A, Merger and Acquisition) - один из наиболее распространенных инструментов, используемых компаниями для повышения конкурентоспособности, поддержания высоких темпов роста, диверсификации и достижения других стратегических целей. Компании, иницирующие сделки на рынке корпоративного контроля, как правило, руководствуются общим мотивом – достижение синергетического эффекта, объединившись с другой фирмой.

Синергия – дополнительная стоимость, возникающая в результате слияния двух компаний и появления возможностей, которые не были бы доступны для этих фирм, работающих отдельно, и при прочих равных условиях сохраняющаяся у акционеров компании в долгосрочном периоде. Важным атрибутом синергии является долгосрочный характер прироста стоимости объединенной компании в результате появления новых возможностей.

Как показывают эмпирические исследования, в большинстве случаев компания-покупатель переоценивает возможную синергию, переплачивает в сделке, а синергетические эффекты оказываются нереализованными. На конечный результат влияют многие факторы, зависящие и независящие от компании, возникающие до заключения сделки и уже во время объединения. Высокие ожидаемые синергетические эффекты еще не означают, что они обязательно реализуются. В существенной степени успех M&A зависит от усилий компаний по объединению, отношения сотрудников. Способность организаций к взаимной интеграции – не менее важный фактор, чем синергетический потенциал. Слияние или поглощение может также оказаться неэффективным в силу того, что у менеджмента отсутствует четкий план по реализации преимуществ синергии. Однако принципиально важно изначально получить максимально точную оценку возможного синергетического эффекта и его источников. Такая оценка даст менеджменту приобретающей компании ориентир по премии, которую можно выплатить акционерам компании-цели без разрушения стоимости для собственных акционеров и позволит эффективно управлять реализацией синергетических эффектов после сделки.

Синергия возникает, когда в результате объединения у компаний появляется “редкий” по сравнению с другими фирмами отрасли ресурс: например, возможность снижения издержек ниже уровня конкурентов, возможность влиять на цену продукции, возможность привлечения дешевого финансирования. Наиболее распространенная классификация синергетических эффектов – разделение на операционную и финансовую синергию. Она напрямую связывает эффекты с операционной и финансовой деятельностью компании, с ее помощью легче определить рычаги управления реализацией синергии.

Операционная синергия влияет на операции объединенной компании и отражается в увеличении денежных потоков. Источниками операционной синергии являются:

- *Экономия на масштабе*, в результате которой компания снижает издержки и становится более конкурентоспособной; характерна для слияний компаний из одной отрасли (горизонтальных слияний); отдельно различают Economies of scale (возникает, когда издержки на производство одной единицы продукции снижаются с ростом объема производства), Economies of scope (возникает, когда стоимость производства двух

продуктов одной мульти-продуктовой компании ниже, чем стоимость производства этих продуктов двумя отдельными специализированными компаниями).

- *Увеличение ценовой силы* в результате ослабления конкуренции и более значительной доли на рынке; также характерна для горизонтальных слияний, приносит ощутимый эффект в случае, если фирм на рынке изначально немного.

- *Объединение сильных сторон бизнеса*: например, если компания с хорошим выбором производимых продуктов сливается с компанией, в которой хорошо развит маркетинг. В связи с тем, что функциональные преимущества могут переноситься на разные виды бизнеса, этот вид синергии может проявляться в слияниях компаний из различных сфер.

- *Более быстрый рост на рынке*: например, если крупная транснациональная компания покупает на местном рынке компанию, у которой уже есть филиальная сеть и сильный бренд, и увеличивает продажи своих продуктов.

Выделяют следующие условия для появления эффектов операционной синергии:

- схожесть операций объединяемых компаний. Некоторые операции у фирм, изначально работающих отдельно, дублируются, и можно добиться экономии, объединив их выполнение (например, реклама, развитие отношений с покупателями, проведение аналитических исследований, научно-исследовательские разработки). Кроме того, можно добиться большей эффективности, если одна из компаний будет специализироваться на выполнение конкретных видов совместных операций.

- комплементарность бизнеса, дающая возможность совмещать различные, но необходимые обеим компаниям операции: например одна компания может быть поставщиком для другой, или иметь эксклюзивные технологии, которые могут быть направлены на решение задач компании-партнера (например, опыт работы на новых территориальных рынках).

Финансовая синергия обычно выражается в увеличении денежных потоков объединенной фирмы, а также в снижении стоимости привлечения средств:

- *Объединение компании с большим объемом свободных средств и быстро растущей компании с недостатком финансирования* позволит реализовать высокодоходные проекты, что было бы невозможным без значительных инвестиций. Синергия в данном случае – чистая приведенная стоимость (NPV) проектов, которые можно реализовать после слияния и которые не были возможны без него. Если небольшая компания, подождав некоторое время, все-таки удастся привлечь финансирование и осуществить проект, то синергией будет разница между NPV проекта в случае его немедленной реализации после слияния и NPV проекта в случае задержки в его реализации. NPV во втором случае может быть выше из-за существования опциона на ожидание. Если, например, проект связан с внедрением какого-то нового продукта, компания может подождать, пока возникнет рынок данного продукта и определятся предпочтения потребителей, а затем выпустить более совершенный, чем у конкурентов продукт.

- *Возможность увеличить долговую нагрузку*. Когда две фирмы сливаются, их доходы и денежные потоки становятся более стабильными и предсказуемыми (а также независимыми, если это компании из различных сфер бизнеса). В результате они могут привлекать больше дешевого заемного финансирования, а также пользоваться преимуществом налогового щита. В то же время при оценке синергии от увеличения долговой нагрузки предполагается, что обе компании уже достигли оптимального соотношения “долг/собственный капитал”. В противном случае увеличение доли долга не означает синергетический эффект: это возможно и без осуществления слияния.

- *Налоговые льготы объединенной фирмы*. Компания с высокой прибыльностью покупает фирму, терпящую убытки, тем самым, уменьшая свою налогооблагаемую базу. Стоимость синергии – чистая приведенная стоимость экономии на налогах. В случае если нельзя компенсировать переносимые убытки прибылью поглощающей компании в

первый же год, то экономия на налогах в каждый из периодов, в течение которых возможен перенос убытков, дисконтируется по средневзвешенной стоимости капитала (WACC) объединенной компании и суммируется. Кроме того, эффективная ставка налогообложения объединенной фирмы может быть снижена в случае перевода нематериальных активов в компанию из низконалоговой юрисдикции, а займов – в компанию, где действуют высокие ставки по налогу на прибыль.

Однако, главная цель объединения – усиление конкурентных позиций компаний, участвующих в сделке, а экономия на налогах, хотя и увеличивает стоимость для акционеров, не приводит к долгосрочному улучшению позиций фирмы на рынке. При отсутствии предпосылок операционной синергии интеграция компаний может происходить с большими сложностями, и общее снижение стоимости может перекрыть положительные эффекты налоговой экономии.

- *Диверсификация для акционеров.* Это наиболее спорный источник синергии, поскольку акционеры могут гораздо эффективнее проводить диверсификацию, просто покупая акции различных компаний. Кроме того, ряд исследований выявили отрицательный синергетический эффект от диверсификации для фирм, которые приобретают компании из бизнеса, в котором имеют недостаточно опыта. Единственный плюс синергии от диверсификации проявляется в снижении волатильности доходов компании, и, следовательно, в увеличении возможностей долговой нагрузки.

Можно выделить отдельно *управленческую синергию*, возникающую за счет использования общих компетенций (например, развитая система управления качеством и система передачи опыта среди сотрудников) и устранения некомпетентных менеджеров, что приведет к улучшению, как операционных, так и финансовых процессов в компаниях. Альтернативные классификации синергетических эффектов представлены в Таб.1

Горизонтальные слияния в основном предполагают ожидаемую операционную синергию (в том числе, увеличение рыночной силы, экономия на НИОКР). В то же время денежные потоки таких компаний сильно коррелированы, поэтому удешевление заимствований маловероятно. В конгломератных слияниях синергия в результате схожести технологии и продуктов, скорее всего, отсутствует. Возможна синергия за счет улучшения менеджмента. В основном в таких слияниях преобладает финансовая синергия, проявляющаяся, как правило, в увеличении долговой нагрузки.

Основополагающий метод оценки стоимости компаний – метод дисконтированных денежных потоков (DCF). Предполагается, что ценность актива равна приведенной

стоимости ожидаемых денежных потоков:
$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}.$$

CF_t - денежный поток от актива (дивиденды в случае акций, процентные выплаты в случае облигаций, чистые денежные притоки в случае реальных притоков).

При определении стоимости синергии метод DCF предполагает следующий алгоритм оценки:

1. Оценка компаний, участвующих в сделке, независимо друг от друга.
2. Оценка стоимости объединенной компании без синергии (сумма стоимостей двух компаний, оцененных отдельно).
3. Оценка стоимости объединенной компании с учетом синергии: синергетические эффекты встраиваются в модель DCF, и производится оценка для объединенной фирмы. При расчете WACC используется бета коэффициент объединенной компании, который оценивается следующим образом:

Сначала для каждой компании определяются коэффициенты бета без учета финансового рычага:

$$\beta_1^{unlev} = \frac{\beta_1^{lev}}{\left[1 + (1-t) \cdot \frac{D_1}{E_1}\right]}; \quad \beta_2^{unlev} = \frac{\beta_2^{lev}}{\left[1 + (1-t) \cdot \frac{D_2}{E_2}\right]}.$$

Далее рассчитывается коэффициент бета (без учета финансового рычага) для объединенной фирмы как среднее значение коэффициентов бета, где в качестве весов используются стоимости компаний (X_1 и X_2):

$$\beta_{comb}^{unlev} = \beta_1^{unlev} \cdot \left(\frac{X_1}{X_1 + X_2} \right) + \beta_2^{unlev} \cdot \left(\frac{X_2}{X_1 + X_2} \right).$$

После этого определяем коэффициент бета с учетом долга:

$$\beta_{comb}^{lev} = \beta_{comb}^{unlev} \cdot \left[1 + (1-t) \cdot \frac{(D_1 + D_2)}{(E_1 + E_2)} \right].$$

4. Синергетический эффект представляет собой разницу между стоимостью компании с учетом и без учета синергии.

При оценке стоимости объединенной компании влияние синергетических эффектов выражается в изменении одного или нескольких компонентов модели DCF (Таблица 2). Однако данный подход менее эффективен в случае неопределенных денежных потоков. Сложно оценить, как, например, возможное осуществление проекта по выходу на новый рынок повлияет на рентабельность капитала объединенной компании. Неопределенность в модели DCF отчасти учитывается в ставке дисконтирования. При этом возникают следующие проблемы:

1. Использование «неправильной» ставки дисконтирования. При оценке синергии в поглощении мелкой компании крупной фирмой, для которой ставка заемного финансирования гораздо ниже, не следует использовать стоимость капитала компании-покупателя. В этом случае стоимость синергии будет завышена, соответственно, компания-цель может получить выгоду при сделке, к созданию которой она не имеет отношения (долг, используемый при финансировании сделки, дешевый благодаря приобретающей компании).

2. Аналогично неправильно использовать при оценке соотношение «заемный/собственный капитал», получающееся, например, после ЛВО, осуществленным компанией-покупателем с высокими возможностями долгового финансирования. Скорее всего, компания будет в будущем сокращать свой долг, и ее соотношение заемного и собственного капитала будет приближаться к уровню, наиболее характерному для сопоставимых компаний отрасли. Поэтому при оценке стоимости такой компании целесообразно использовать нормативное соотношение долга и собственного капитала.

3. Также, если синергия получается в результате вхождения в новый бизнес, риски которого существенно отличаются от компании-покупателя и от компании-цели, то необходимо в качестве ставки дисконтирования использовать ставку, типичную для компаний, работающих в данной отрасли.

Метод DCF часто дает неправильную оценку стоимости компании в случае значительной неопределенности денежных потоков, способности менеджмента изменять решения в процессе реализации проекта по мере получения новой информации, при наличии дополнительных возможностей, связанных с проектом. Его лучше применять при наличии определенных эффектов, например, синергии в виде сокращения издержек компаний при слияниях и поглощениях. По данным исследования McKinsey, примерно в 60% случаев компаниям при слияниях и поглощениях удается достичь запланированного уровня снижения издержек

Использование метода реальных опционов при анализе синергии позволяет обосновать решения, нацеленные на получение долгосрочных стратегических преимуществ, а не только на прирост стоимости в краткосрочном периоде. Термин «реальные опционы» был введен С. Майерсом в 1977 г. Он обозначал применение теории опционного ценообразования к оценке нефинансовых инвестиций, обладающих управленческой гибкостью (принятие решений после получения более полной информации о проекте), которые часто встречаются в проектах НИОКР с несколькими стадиями, в проектах по расширению заводов и т.д. Первоначально эта идея вызвала умеренный интерес со

стороны научного сообщества, и в 80-х и первой половине 90-х гг. активно не разрабатывалась. Немногочисленные работы в первую очередь были посвящены методике оценки инвестиционных проектов в сфере добычи природных ресурсов (т.к. существовал ряд хороших “копирующих активов” – фьючерсы на товары). Однако с середины 90-х гг. интерес к концепции реальных опционов существенно возрос, причем потребность в этой методике для применения в оценке и разработке стратегии выразили уже представители бизнеса. С тех пор появились работы по внедрению реальных опционов и в других сферах: биотехнологии, промышленности, НИОКР, оценке акций, стратегии и технологии. Идеология метода реальных опционов базируется на предположении, что реальный актив может быть базовым активом, для которого существует опцион. Методы оценки реальных опционов основаны на методах оценки финансовых опционов.

Подход к оценке стоимости через реальные опционы предполагает включение в анализ следующих возможностей компании:

1. **Опцион на расширение деятельности.** Если цены на ресурсы или другие рыночные условия улучшатся, менеджмент может увеличить объем производства, осуществив дополнительные инвестиции (цена исполнения опциона call). В результате менеджментом может быть выбрана более дорогая технология, которая предусматривает возможность увеличения производства. Также опцион на расширение получает транснациональная компания, поглощающая фирму на местном рынке: в случае благоприятной конъюнктуры она может еще больше активизировать свою деятельность в стране. Одновременно она приобретает возможность быстрого расширения на новом рынке.

Опцион на расширение деятельности имеет положительную ценность в случае:

- недостаточности данных о рынке у компании
- высокой неопределенности, нестабильности ситуации,
- необходимости для развития на рынке сильного бренда или инфраструктуры

2. **Опцион на сокращение деятельности** – возможность сокращать потенциальные убытки. Аналог опциона на расширение, рассчитывается как put опцион, и также имеет большое значение для проектов с высокой степенью неопределенности.

3. **Опцион на временную остановку/возобновление деятельности.** В случае если рыночные условия делают производство нерентабельным (если цена не покрывает даже средние переменные издержки), целесообразно приостановить производство. С другой стороны, если рыночные условия становятся благоприятными, то можно возобновить деятельность. Таким образом, принятие решения об операциях в каждом периоде можно рассматривать как call опцион на получение доходов этого периода. При этом цена исполнения опциона - переменные издержки данного периода. В то же время необходимо учитывать, что опцион на временную остановку (как и опцион на сокращение деятельности) связан с дополнительными издержками, которые могут существенно снизить его стоимость и отложить его исполнение. Некоторые отрасли предусматривают непрерывный производственный цикл. Поэтому данный опцион будет иметь большую ценность в отраслях, подверженных колебаниям бизнес-цикла (строительство коммерческой недвижимости и т.п.) с низкими издержками переключения.

4. **Опцион на реализацию актива по ликвидационной стоимости.** Если по ходу реализации проекта становится очевидным, что он будет убыточным, целесообразно прекратить его осуществление и зафиксировать убытки, продав оборудование и другие активы по ликвидационной стоимости. Эту возможность можно оценить как put опцион на текущую стоимость реализуемого проекта с ценой исполнения – ликвидационной стоимостью активов или стоимостью наилучшего альтернативного использования. Данный вид опциона имеет более высокую стоимость в случае, если для производства используются более универсальные ресурсы (что характерно для капиталоемких отраслей: авиалиний, железнодорожных компаний, финансовых услуг и ввода новых продуктов на нестабильных рынках).

5. **Опцион на управление стадиями проектов компании:** часто существует возможность корректировать решения в зависимости от успешности реализации проекта; в крайнем случае, его можно отложить или остановить. Поэтому, каждая стадия проекта представляет собой опцион на NPV от последующих стадий с ценой исполнения, эквивалентной величине инвестиций, которые необходимо осуществить для перехода к следующей стадии. Как правило, опционы такого вида имеют значительную стоимость во всех наукоемких отраслях (биотехнологии, фармацевтика), в очень долгосрочных капиталоемких проектах (генерация электроэнергии, крупномасштабное строительство), а также в стратегических мероприятиях (поглощения, выход на новые рынки, венчурное инвестирование).

6. **Опцион на изменение процессов и продуктов.** Гибкость процессов заключается в возможности заменять ресурсы, используемые в производстве (технологическая гибкость), а также поставщиков и т.д. Данный вид опциона представляет ценность для отраслей, в которых велика зависимость от поставщиков (нефтяная отрасль, электроэнергетика и т.д.). Например, транснациональная компания, чьи производственные мощности расположены в различных странах, может при изменении относительных издержек переводить производство в те страны, где оно наиболее эффективно. Продуктовая гибкость позволяет компании переключаться на производство различных видов продукции (характерна для автомобилестроения, производства электробытовой техники, фармацевтики и других отраслей, в которых большое значение имеет продуктовая дифференциация).

7. **Опцион на ожидание** - возможность отложить инвестирование до периода, когда неопределенность снизится. Аналог опциона call на чистую приведенную стоимость денежных потоков от планируемого проекта. Цена исполнения опциона – стоимость первоначальных инвестиций в проект. В связи с тем, что немедленное инвестирование лишает компанию опциона на ожидание, стоимость опциона представляет собой дополнительный вид альтернативных издержек, которые должны сравниваться с ожидаемыми доходами от инвестирования. Ценность данного опциона особенно значительна в проектах, связанных с добычей природных ископаемых, в недвижимости, в сельском хозяйстве, в связи с тем, что для них характерна высокая неопределенность и длительный период инвестирования.

8. **Опцион на обучение** – часто встречается в сделках с иностранными компаниями: в этом случае иностранный покупатель получает обширную информацию о рынке, которая может быть полезна и в дальнейших проектах.

Метод реальных опционов позволяет учесть существующую возможность отложить инвестирование, сэкономить на временной стоимости денежных средств, а также возможность подождать, пока стоимость проекта станет больше и в результате принять менее рискованный проект. В целом, применение метода реальных опционов поддерживает принятие стратегических решений, давая им четкое финансовое обоснование. Тем не менее, данный метод не часто используется на практике. Причина – высокая сложность проведения оценки и оценочные параметры, задействованные при расчете стоимости (Таблица 3).

Алгоритм оценки синергетических эффектов представлен на рис.1. Первоначальным этапом является оценка стоимости дисконтированных денежных потоков (объединенной компании в общем варианте или синергетических эффектов в случае влияния синергии отдельно на каждую из компаний). После этого оцениваются синергетические эффекты, представляющие собой опционы для объединенной компании.

Например, при оценке экономии на масштабе для получения адекватного результата приходится использовать и метод дисконтированного денежного потока и метод реальных опционов. Так, сокращение операционных дублирующихся издержек (маркетинг, управление, НИОКР, расходы на филиальную сеть) как определенных денежных потоков, контролируемых в значительной степени самой объединенной компанией, могут быть

учтены в ожидаемой чистой прибыли и, соответственно, в FCFF. Если рассматривать чистый эффект от снижения себестоимости производства продукции в объеме, запланированном компаниями до слияния, за счет вертикальной интеграции и разделения производственных функций между компаниями без учета возможного увеличения объема производимых продуктов в результате слияния, то ему также можно использовать метод DCF. Снижение себестоимости производства с учетом увеличения объема производства в результате слияния целесообразно оценивать методом реальных опционов.

Если результатом объединения компаний становится более быстрый рост на рынке, то будучи связанным с активным инвестированием и значительной неопределенностью, данный эффект следует рассматривать как опцион на расширение.

Экономия на налогах можно оценивать методом DCF, т.к. в случае неизменности налоговой политики эти денежные потоки являются наиболее определенными. Если доходы компании-покупателя не могут сразу покрыть убытки компании-цели, то рассматривается приведенная стоимость доходов объединенной компании, которые могут быть освобождены от налогообложения в течение периода, определенного в законодательстве.

Основными критериями выбора оптимального метода для оценки синергии являются характер влияния эффекта (краткосрочный или стратегический), волатильность денежных потоков от реализации эффекта, наличие гибкости в операционных решениях, возможность менеджмента управлять реализацией эффекта, наличие характеристик проекта у синергетического эффекта (рис. 2). В целом для оценки финансовой синергии и операционной синергии, проявляющейся в сокращении издержек, в большей степени подходит метод DCF, для оценки операционной синергии, связанной с ростом бизнеса – метод реальных опционов (рис. 3).

Таблица 1. Классификации синергетических эффектов

Критерий классификации	Виды синергетических эффектов
<p>В изменении, каких факторов стоимости проявляется синергия</p>	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Сокращение издержек</i> (в том числе вследствие объединения некоторых статей расходов, закрытия ненужных подразделений, сокращения штата, а также в результате улучшения ценовых условий по используемым ресурсам) • <i>Увеличение доходов</i> (одна из компаний сможет увеличить объем продаж за счет использования каналов продаж другой компании; или перед объединенной компанией откроются новые возможности, не доступные для более мелких компаний - например, участие в синдицированном кредитовании в случае слияния банков; или компания воспользуется ослаблением конкуренции на рынке и повысит цены) • <i>Одновременное сокращение издержек и увеличение доходов</i> (повышение эффективности управления, бизнес-процессов – например, маркетинга и т.д.) • <i>Снижение WACC</i> (повышение доли долга, снижение стоимости как долгового, так и собственного финансирования) • <i>Налоговые выгоды</i>
<p>Формы взаимодействия между компаниями, создающие синергию</p>	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Применение know-how друг друга</i> • <i>Использование общих материальных ресурсов</i> (снижение издержек) • <i>Усиление переговорной силы</i> (прежде всего, в отношениях с поставщиками, покупателями, регулирующими органами и т.д.) • <i>Скоординированные стратегии</i> (разделение рынков между компаниями, совместное ведение конкурентной борьбы) • <i>Вертикальная интеграция</i> (оптимизация логистики, снижение издержек, рост оборачиваемости активов) • <i>Создание общего бизнеса</i> (использование преимуществ масштаба, know-how компаний)
<p>Роль менеджмента при реализации эффекта</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Возникают <i>в результате реализации операционных и стратегических решений</i> (высокая зависимость от менеджмента, в основном операционная синергия) • Возникают сразу <i>при осуществлении компанией требуемых действий</i> (например, увеличение доли долга в капитале) • Возникают <i>независимо от менеджмента</i> (результат финансовой диверсификации [58], вообще не влияет на денежные потоки, а просто уменьшают требуемую доходность за счет снижения риска после объединения).

Таблица 2. Механизмы влияния синергии на параметры модели DCF

Параметр оценки DCF	Механизм влияния синергии
Операционная прибыль = выручка – себестоимость (прямые затраты труды – прямые затраты материалов – амортизация) – операционные издержки	Увеличение темпов роста выручки в течение прогнозного периода Снижение себестоимости и прочих расходов (операционные расходы, затраты на НИОКР и т.д.). Данный вид синергии может быть реализован одновременно (например, появляется возможность объединить деятельность по управлению, маркетингу), либо может реализовываться регулярно в будущем (в этом случае необходимо рассматривать чистую приведенную стоимость этих потоков). Сокращение себестоимости может быть вызвано внедрением более совершенной технологии производства, разработанной одной из объединенных компаний.
Амортизация	При приобретении компании возможно проведение переоценки активов компании, в результате чего их стоимость может быть повышена и амортизация возрастет.
Изменение в чистом оборотном капитале	Улучшение политики по управлению дебиторской задолженностью
g – темп роста денежных потоков = $ROC * rr$	Повышение рентабельности капитала на бесконечном интервале жизни компании Повышение коэффициента реинвестирования (объединение открывает для компаний новые возможности)
Длительность периода ускоренного роста (двухфазная модель оценки)	Улучшение конкурентных преимуществ, построение серьезных барьеров входа для потенциальных конкурентов, возможность экспансии на новые рынки. Также учитывается период реализации синергии ¹ - необходимо определить, когда именно проявляются выгоды синергии.
WACC: доля долга, стоимость долга, коэффициент бета	Удешевление стоимости заемных средств/возможность увеличения доли долга в результате сокращения волатильности денежных потоков, повышения рейтингов после сделки.
Ставка налога	Возможность налоговой оптимизации (например, при международных слияниях и поглощениях - перенесение центров прибыли в страны с низкими ставками налога)

Таблица 3. Сравнительный анализ метода дисконтированных денежных потоков и реальных опционов

	Метод DCF	Метод реальных опционов
Определение стоимости компании	Приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков	Приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков + стоимость опционов, имеющихся у компании
Факторы стоимости	Денежные потоки, ставка дисконтирования	Денежные потоки, ставка дисконтирования, безрисковая ставка, дисперсия денежных потоков, срок действия опционов
Влияние	Подразумевается	Чем больше дисперсия денежных

¹ Синергетический эффект в виде увеличения денежных потоков может последовать сразу же после сделки, а может проявиться в FCF через n периодов. В этом случае приведенная стоимость денежных потоков будет ниже.

волатильности денежных потоков на стоимость компании	полная определенность денежных потоков	потоков, связанных с опционами, тем выше стоимость компании
Влияние срока действия опционов компании	Не учитывается в модели	Чем дольше срок действия опционов, тем выше стоимость компании
Влияние процентных ставок	При увеличении ставок стоимость компании снижается	При увеличении ставок стоимость компании может и снижаться (если у нее преобладают опционы put), и возрасть (если преобладают опционы call)

Рис. 1. Алгоритм оценки синергетических эффектов

Стандартный алгоритм

Оценка стоимости **компания-покупателя** и **компания-цели** с учетом имеющихся у них опционов (стоимость дисконтированных денежных потоков + стоимость опционов компании) (1)



Оценка стоимости **объединенной компании** с учетом имеющихся у нее опционов (стоимость дисконтированных денежных потоков + стоимость опционов компании) (2)



Величина синергетических эффектов = (2) - (1)

Упрощенный алгоритм

Оценка стоимости **компания-цели** с учетом имеющихся у нее опционов (1)



Оценка стоимости **компания-цели** после сделки (или сформированного из нее подразделения **компания-покупателя**) (2)



Оценка синергетических эффектов для **компания-покупателя** (3)



Величина синергетических эффектов = (2) - (1) + (3)

Рис. 2. Критерии выбора оптимального метода оценки

Метод DCF

Неадекватно учитывает неопределенные денежные потоки, в связи с чем оценка синергии чаще всего оказывается заниженной

Может привести к принятию только краткосрочных проектов с наиболее определенными потоками, к недостатку стратегических инвестиций

Метод реальных опционов:

Предусматривает положительное влияние волатильности и срока действия опциона на стоимость, необходимость существования портфеля-копии по доходу

Может привести к принятию неэффективных, чрезмерно рискованных проектов, и вызвать в результате разрушение стоимости компании

Критерии выбора метода реальных опционов для оценки эффекта:

- Долгосрочное влияние эффекта
- Высокая волатильность денежных потоков от реализации эффекта
- Гибкость в операционных решениях - возможность выбирать процессы и продукты
- Возможность менеджмента управлять реализацией эффекта
- Наличие характеристик проекта у синергетического эффекта (первоначальные инвестиции и последующие потоки денежных средств).

Рис. 3. Классификация синергетических эффектов

Операционная синергия

Отражаются в основном в росте денежных потоков

- Увеличение ценовой силы - DCF
- Экономия на масштабе – DCF (снижение операционных издержек, текущей себестоимости) или ROA (в случае увеличения объема производства)
- Объединение сильных сторон бизнеса – DCF или ROA
- Более быстрый рост на рынке - ROA

Рост неопределенности реализации эффекта

Финансовая синергия

Отражаются в росте денежных потоков и снижении WACC

- Объединение компании с большим объемом свободных средств и компании с недостатком финансирования - DCF
- Возможность увеличения долговой нагрузки - DCF
- Налоговые льготы объединенной фирмы - DCF

Создание стоимости в сделках выкупа с рычагом

*слияния или поглощения, финансируемого выкупом с привлечением долга
выкуп с рычагом (Leveraged buyout, LBO)*

смешанный выкуп, МІМВО (management buy-in management buy-out)

совместный выкуп

покупка управляющими (МВІ, management buy-in)

ликвидационные LBO (breakup LBOs)

обеспеченный и необеспеченный долг

базисная ставка (prime rate)

«мезонинное» финансирование (mezzanine layer financing)

Развитие российского М&А рынка выходит на качественный новый уровень: происходит усложнение транзакций, а также появляются новые схемы финансирования сделок. Сделки выкупа с рычагом (LBO) – пока единичное явление на российском рынке. Однако, по мнению экспертов, интенсивный рост подобных операций – перспектива ближайших лет (таб. 1).

Выкуп компании (buyout) представляет собой изменение формы собственности компании, которое приводит к переходу контроля над ней к группе инвесторов или кредиторов. Для того, чтобы осуществить большинство сделок выкупа, требуется привлечение больших объёмов заёмных средств. Что и дало таким сделкам название выкупа с рычагом (Leveraged buyout, LBO). **Выкуп с привлечением заёмных средств** может осуществляться внутренними покупателями (руководители компании, руководители и собственники компании), смешанными покупателями (руководители компании и внешние менеджеры) и внешними покупателями (частные предприниматели и институциональные инвесторы).

Если выкуп компании был осуществлён её руководителями, работниками, или руководителями и работниками, то такие сделки квалифицируются как сделки, осуществлённые внутренними покупателями. Например, выкуп компании её управляющими - МВО (management buy-out), выкуп компании её управляющим и работниками - МЕВО (management employee buy-out), выкуп компании работниками, за исключением руководителей – ЕВО (employee buy-out) или ОВО (owner buy-out). Наиболее распространены сделки выкупа компании её руководителями, они также называются сделками с денежными потоками (cash flow deals). Это объясняется тем, что именно денежные потоки используются управляющими для погашения займов, сделанных ими для финансирования выкупа компании.

Часто выкуп управляющими осуществляется, когда компания желает освободиться от неосновного направления своей деятельности. Тогда какое-либо подразделение или дочерняя компания выделяется из структуры материнской и переходит в руки высшего руководства этого подразделения, становясь при этом закрытым акционерным обществом или партнёрством. Данная операция наряду с общепризнанными плюсами выделения бизнеса обладает ещё несколькими важными особенностями, являющимися сильным стимулом к проведению МВО:

- менеджеры компании, хорошо знакомые с бизнесом, становясь собственниками, своей первоочередной задачей будут ставить эффективное ведение собственного дела, так как их благосостояние напрямую зависит от благосостояния фирмы;
- стремление к увеличению уровня прибыльности и повышению уровня конкурентоспособности будет диктоваться наличием значительных долговых обязательств вновь образованной компании и необходимостью их обслуживания.

Если сделка выкупа была осуществлена руководителями компании и внешними менеджерами, то она квалифицируется, как **смешанный выкуп, МІМВО (management buy-in management buy-out)**. Если сделка была осуществлена группой внутренних

покупателей вместе с индустриальным партнёром, то она квалифицируется как **совместный выкуп**.

В том случае, если выкуп был осуществлён частными предпринимателями, то сделка выкупа является **покупкой управляющими, MBI (management buy-in)**. Другой вид выкупа с рычагом, осуществлённый внешними покупателями - это выкуп институциональными инвесторами, так называемый институциональный выкуп.

Не любую сделку по приобретению бизнеса или активов компании с использованием заемных средств можно квалифицировать, как сделку выкупа с рычагом. Особенности сделок выкупа с рычагом являются:

1. При LBO приобретается контрольный пакет акций компании-цели.
2. В сделках выкупа с рычагом целевая компания значительно больше покупателя.
3. Долговое финансирование привлекается целенаправленно для покупки другой компании.
4. Финансирование привлекается в достаточно большом объёме, де-факто резко увеличивая долю заёмных средств в структуре баланса покупателя.
5. Заёмное финансирование привлекается под залог бизнеса целевой компании, которая по размерам превосходит бизнес покупателя.

Существуют определенные характеристики, которые кредиторы хотят видеть у перспективного кандидата на LBO, такие как:

- Стабильные денежные потоки. Одной из наиболее важных характеристик кандидатов на LBO является наличие регулярных денежных потоков, определяемых путем изучения характера исторических денежных потоков компании. Для измерения этой переменной могут использоваться такие статистические параметры, как стандартное отклонение. Чем более волатильны исторические денежные потоки компании, тем больше воспринимаемый риск сделки. Для прогнозирования будущих денежных потоков используются исторические денежные потоки, а прошлое может быть несовершенным предсказателем будущего. Условия рынка изменяются, и будущая экономическая среда может быть менее благоприятна для бизнеса, чем та, которую отражают исторические данные компании. Кредитор должен оценить, является ли прошлое надежным предсказателем того, что принесет будущее.
- Стабильное и опытное руководство. О стабильном менеджменте часто судят по продолжительности времени, в течение которого руководство управляет компанией. Кредиторы чувствуют себя в большей безопасности, когда топ-менеджеры обладают опытом; иными словами, если руководство проработало в фирме достаточный период времени.
- Доля покупателей в акционерном капитале. Залоговая стоимость активов дает кредиторам минимальную защиту от риска. Инвестиции в акционерный капитал со стороны управляющих или внешних сторон также действуют как «подушка», защищающая кредиторов. Чем больше эта доля акционерного капитала, тем больше вероятность того, что кредиторам по обеспеченным ссудам не придется ликвидировать свои активы. Чем больше инвестиции управляющих в акционерный капитал, тем более вероятно, что они не бросят компанию, если дела пойдут плохо.
- Возможность значительного сокращения затрат. Принятие дополнительного долга с целью финансирования LBO обычно налагает на компанию-цель дополнительное финансовое бремя. Это бремя можно облегчить, если целевая компания сможет значительно сократить издержки в некоторых областях, например: уменьшить численность рабочей силы, сократить капиталовложения, ликвидировать избыточные мощности и ужесточить контроль над операционными расходами. Когда сокращения издержек касаются нерациональных или необязательных расходов, они могут принести пользу компании — кандидату на LBO. Однако компания-цель может пострадать, когда сокращения производятся в областях, недостаток средств в которых может подорвать экономическое положение компании в будущем. Например, сокращения в области научно-исследовательских и

опытно-конструкторских работ могут привести к тому, что компания отстанет от конкурентов и, в конечном счете, потеряет свою долю рынка.

- Ограниченный долг на балансе компании. Чем ниже сумма долга на балансе компании относительно залоговой стоимости активов, тем выше ее кредитоспособность. Если баланс компании уже обременен значительным финансовым рычагом, то могут возникнуть затруднения с финансированием LBO. Прежние долги ограничивают кредитоспособность компании.

- Отделяемые непрофильные предприятия. Если кандидат на LBO владеет непрофильными активами, которые могут быть проданы, чтобы быстро погасить значительную часть долга компании после LBO, профинансировать сделку будет легче. Сделки, которые зависят от крупномасштабных распродаж большинства предприятий корпорации, называются *ликвидационными LBO (breakup LBOs)*.

- Другие факторы. Существование уникальных или нематериальных факторов может давать кредитору стимул предоставлять финансирование в случаях сомнения. Динамичная, растущая, инновационная компания может давать кредиторам достаточно побуждающих мотивов, чтобы не обращать внимания на некоторые ее недостатки.

Структура капитала в сделках выкупа с рычагом обычно выглядит следующим образом: (1) старший долг; (2) старший субординированный долг; (3) субординированный долг; (4) мезонинное финансирование; (5) бридж-финансирование; (6) собственный капитал. Кредиторы различаются как по степени обеспеченности и, следовательно, цене заёмного финансирования, так и по очерёдности права взыскания денежных средств. Субординация долга означает, что в случае дефолта сначала удовлетворение требований из общей конкурсной массы, получают старшие кредиторы, потом держатели субординированного долга. Субординированные кредиторы, понимая, какой риск они на себя берут, имеют стимул в виде более высоких доходов по долговым обязательствам.

В LBO используются две категории заемного капитала — *обеспеченный и необеспеченный долг*, и зачастую они используются одновременно. Обеспеченный долг, который иногда называется кредитованием под активы, может содержать две подгруппы: старший долг и промежуточный долг. В некоторых небольших выкупах они рассматриваются как одно целое. В более крупных сделках может быть несколько слоев обеспеченного долга, в зависимости от условий предоставления заемного капитала и типов активов, используемых для обеспечения. Необеспеченный долг, который иногда называют младшим субординированным долгом (*junior subordinated debt*), не имеет защиты, свойственной обеспеченному долгу, но, как правило, дает более высокую доходность, компенсирующую этот дополнительный риск.

Обеспеченное финансирование LBO предоставляется кредитуящим под залог активов крупным банком.

Старший долг: кредиты, предоставленные коммерческими банками на период до семи-восьми лет. Старший долг – это примерно 40% стоимости сделки, он обеспечен как акциями компании-цели, так и непосредственно её активами. Старший долг имеет минимальную процентную ставку, он самый дешевый, поэтому покупатель заинтересован в увеличении доли старшего долга в объёме сделки. Ставки старшего долга нередко котируются относительно других процентных ставок, таких, например, как ставка заемщиков высшей категории. Они часто устанавливаются на два — пять пунктов выше базисной ставки для качественного заёмщика с качественными активами. **Базисная ставка (*prime rate*)** представляет собой ставку, по которой банки кредитуют своих лучших клиентов. Старший долг состоит из ссуд, обеспеченных залогом конкретных активов компании.

Залог, обеспечивающий минимальную защиту от риска, требуемую кредиторами, включает физические активы, такие как земля, средства производства, дебиторская

задолженность и товарно-материальные запасы. Кредитор прогнозирует средний уровень дебиторской задолженности компании в течение периода, на который предоставляется ссуда. Этот прогноз, как правило, основывается на балансовой сумме дебиторской задолженности компании по состоянию на момент выдачи ссуды, а также на исторических уровнях этих активов. Кредиторы обычно предоставляют средства из расчета 85% стоимости дебиторской задолженности и 50% стоимости товарно-материальных запасов компании-цели за вычетом незавершенного производства. Кредитор должен произвести оценку стоимости дебиторской задолженности; аналогичную оценку следует сделать в отношении ликвидности товарно-материальных запасов. Процесс определения залоговой стоимости активов кандидата на LBO называется иногда *процедурой определения качества (qualifying) активов*.

Промежуточный долг является подчиненным старшему долгу. Часто он обеспечивается постоянными активами, такими как земля и средства производства. Залоговая стоимость этих активов обычно основывается на их ликвидационной стоимости. Долг, обеспечиваемый оборудованием, как правило, имеет срок от 6 месяцев до одного года. Ссуды, обеспеченные недвижимостью, могут выдаваться на период от одного до двух лет. Отношение между суммами ссуд и оценочной стоимостью активов варьируется в зависимости от обстоятельств выкупа. В целом, предоставляемый заемный капитал может равняться 80% оценочной стоимости оборудования и 50% стоимости недвижимости. Залоговая стоимость активов, таких как оборудование и недвижимость, основывается на стоимости этих активов, определенной путем свободных торгов, а не на стоимости, по которой они зафиксированы в бухгалтерском учете компании. Промежуточный долг представлен старшим субординированным долгом. **Старший субординированный долг**: кредиты, предоставленные банками на период от девяти до восьми лет. Старший субординированный долг – это примерно 15% стоимости сделки.

Необеспеченный долг, иногда называемый младшим субординированным долгом, представляет собой долг, который имеет вторичные права на активы компании — цели LBO. В отношении этого капитала нередко употребляется термин *«мезонинное» финансирование (mezzanine layer financing)*, из-за присущих ему характеристик как заемного, так и собственного капитала. Он похож на собственный капитал, поскольку кредиторы, как правило, получают варранты, которые могут быть конвертированы в акции компании-цели. Варранты являются производными ценными бумагами, предлагаемыми самой компанией. Они позволяют владельцу покупать акции компании по определенной цене в течение определенного периода времени. В отличие от колл-опционов, которые предлагаются брокерскими фирмами, при исполнении варрантов компания или выпускает новые акции, или удовлетворяет требования владельца варранта, предлагая акции, выкупленные у акционеров.

Когда исполняются варранты, доля собственности более ранних владельцев акций размывается. Размывание нередко происходит как раз тогда, когда компания-цель становится прибыльной. Именно тогда варранты становятся ценными. Такие формы долга могут иметь нежелательные характеристики для руководства, но обычно они необходимы, чтобы убедить кредиторов участвовать в LBO без обеспечения залогом. При расчете прибыли поставщиков «мезонинного» финансирования необходимо к процентным платежам добавить стоимость акций, полученных в результате исполнения варрантов, с поправкой на вероятность того, что компания будет достаточно прибыльной, чтобы оправдать исполнение варрантов.

«Мезонинное» финансирование может использоваться в сочетании с обеспеченным долгом для покрытия разрыва в финансировании. Однако некоторые LBO могут финансироваться исключительно посредством необеспеченного финансирования. Такой тип кредитования LBO является нежелательным для некоторых кредиторов, поскольку в нем не заложена даже минимальная защита от риска, которую обеспечивает ликвидный

залог. Большинство сделок включают как обеспеченное, так и необеспеченное кредитование.

Основное назначение мезонинного финансирования – это закрыть разрыв между старшим обеспеченным кредитом с более низкой процентной ставкой и финансированием за счёт собственным средств покупателя. В некоторых редких случаях мезонинное финансирование – смешанная форма, среднее между акциями и облигациями. Организатор LBO обещает за дополнительное мезонинное финансирование не фиксированный процент, а определённую часть из прибыли компании, так называемый *equity link*. Мезонинное финансирование предоставляется институциональными инвесторами в форме высокодоходных облигаций, которые могут выпускаться с нулевым купоном или отсроченными процентными выплатами, чтобы не снижать поток капитала компании-цели сразу после сделки LBO.

Бридж финансирование: это краткосрочные кредиты, которые предоставляются компаниям для осуществления немедленного краткосрочного финансирования сделки и обязательны к обмену на высокодоходные, нередко «бросовые», облигации. Поскольку размещение облигаций на рынке займёт три-четыре месяца, а продавец не согласится столько ждать, используется бридж-кредит с последующим рефинансированием. Этот кредит частично или полностью гасится за счёт доходов от размещения облигаций. Риск промежуточного кредитования состоит в том, что рынок может обвалиться до того, как облигации будут проданы, а кредит погашен. Иногда краткосрочные бридж-кредиты могут замещаться более долгосрочными синдицированными кредитами, которые трудно привлечь в короткий период заключения сделки.

Собственный капитал

Собственный капитал может быть представлен не только наличными деньгами, но и небольшой долей обычных или привилегированных акций в новой компании.

В сделках выкупа с рычагом кредитор каждого уровня информирует покупателя о размерах займа, которые он готов предоставить. Грамотная организация сделки заёмного финансирования предполагает анализ предложений по кредитованию от разных банков с последующим выбором оптимальной комбинации кредитов.

В российской практике отсутствует чёткое законодательное определение по субординации долга: если залог есть, то риск считается приемлемым, и банк готов предоставить финансирование. Если же обеспечения нет, то очерёдность кредиторов чётко не определена, поэтому в случае дефолта все уравниваются. Де-факто субординированные облигации не работают по российскому праву, так как российское законодательство по банкротству не определяет понятие субординации требований кредиторов. При выпуске облигаций или в условиях кредитов может быть регламентирована любая субординация, но в случае банкротства все кредиторы имеют равное право требования. В российской практике сделки выкупа с рычагом финансируются за счёт обеспеченных или необеспеченных кредитов. Обеспеченный кредитор удовлетворяется за счёт средств от реализации залога. В случае банкротства конкурсный управляющий реализует залог и все деньги первоначально отдаёт держателю залога. Если залог стоит дороже, чем причитается, то остаток вливается в общую конкурсную массу. Отношения между кредиторами и заёмщиком при сделках выкупа с рычагом можно структурировать по английскому праву. Российские компании делают это через оффшорные компании. По сравнению с западной практикой в финансировании российских сделок доля собственных средств выше.

Структурирование сделок выкупа с рычагом

Специфика сделок выкупа с рычагом предполагает необходимость грамотного структурирования транзакций. Так как значительная доля финансирования сделки приходится на займы, то в качестве залога по кредитам могут быть использованы активы или акции компании-цели. Существует целый ряд вариантов структурирования сделок. В одних случаях деньги проводятся через *эскроу-счёт*. Эскроу - счёт – это счёт, при

использовании которого деньги освобождаются в пользу одной из сторон при исполнении ею определённых обязательств перед другой стороной (рис. 1). Договор, который подписывается при открытии такого счёта, связывает контрактные обязательства с определёнными условиями сделки. В условиях осуществления LBO, для решения противоречия передачи в залог активов компании, не принадлежащей покупателю, эскроу может исполнять обеспечительную функцию. Механизм эскроу можно описать следующим образом (схема б): компания-инициатор не получает деньги непосредственно для совершения выкупа, они перечисляются банком на эскроу-счет. По зачислении денежных средств на счет эскроу они блокируются. При выполнении всех условий сделки деньги списываются со счета эскроу в пользу продавца. Как правило, право и одновременно обязанность по перечислению денег на счет продавца компании-мишени возникают по предоставлении двухстороннего письма с подписями как покупателя, так и продавца.

В другом случае договор заключается таким образом, что в момент совершения сделки акции переходят условно на счет покупателя в реестре, и сразу же в реестре оформляется обременение на эти акции в пользу банка. Поэтому банк принимает в качестве условия кредитования, что совершение сделки обусловлено передачей в залог приобретаемых акций. Как правило, чтобы минимизировать свои риски, кредитующий банк настаивает на том, чтобы сделка проходила через него или указанный им депозитарий.

Если на заемные средства приобретается не 100% компании, то возникает проблема согласования с другими акционерами вопроса передачи в обеспечение активов целевой компании. Нельзя просто забрать весь денежный поток из компании и использовать его в свою пользу.

Структурирование сделки зависит от каждой конкретной ситуации, от компании-цели и ее устава. В одних компаниях решения о крупных сделках принимаются директором компании, в других – советом директоров либо собранием акционеров, где для принятия решения необходимо 50% или 75% голосов. Если организатор сделки выкупа с рычагом консолидировал 75% плюс одна акция, то купленная компания одобрит практически все, миноритарные акционеры не в состоянии заблокировать сделку. Если инвестору не принадлежит больше 75% акций компании-цели, то осуществление транзакции и необходимость получения одобрения миноритарных акционеров зависит от устава компании. Передачу активов в обеспечение можно квалифицировать, как сделку с заинтересованностью, которая должна одобряться большинством незаинтересованных акционеров. Тогда новый владелец пакета может потерять право голоса.

Принято выделять два основных способа структурирования сделок выкупа с рычагом в зависимости оттого, что приобретает инвестор: (1) активы компании или (2) акции компании. В обоих случаях экономический результат одинаковый: инвестор получает контроль над компанией. Однако, финансовые, налоговые, бухгалтерские и законодательные последствия структурирования сделок могут быть различными.

Структурирование сделки выкупа с рычагом как **приобретение активов** имеет несколько преимуществ по сравнению с покупкой акций компании. Покупка активов значительно снижает законодательный риск, связанный со сделкой. Приобретая активы, покупатель «покупает» обязательства, связанные с активами. Ответчиком по прочим обязательствам компании-цели остается компания-цель, таким образом, инвестор не несет ответственность по каким-либо нераскрытым или неизвестным обязательствам. Кроме того, точно определенная стоимость приобретаемых активов помогает облегчить процесс оценки необходимого объема заемного финансирования.

Процесс **приобретения акций** компании в отличие от покупки ее активов может быть более быстро осуществлен с технической точки зрения. К тому же покупка акций позволяет автоматически получить контроль над всеми активами компании, в том числе теми из них, собственность на которые достаточно сложно передать (например, контракты, административные разрешения, лицензии). Эти преимущества нивелируются

более высоким риском при покупке компании с нераскрытыми обязательствами, а также более высокой ценой заемного финансирования (более высокая цена долга связана с более высоким риском и с менее четкой оценкой залога).

Несмотря на ряд недостатков, покупка акций компании – наиболее распространенная форма осуществления сделок выкупа с рычагом, в частности, при выкупе публичных компаний частными инвесторами. Выкуп компании через покупку акций может быть структурирован несколькими способами. Качество залога при получении кредита является определяющим фактором. Для кредитных организаций определяющими являются следующие факторы:

- стоимость залога по кредиту;
- момент «страхования» заемного финансирования по активам, предоставленным в качестве залога.

Слишком низкое качество активов, предоставленных в качестве залога, может демотивировать заемщиков.

Рассмотрим несколько классических схем выкупа с рычагом (рис. 2):

1. Кредиторы предоставляют необеспеченную кредитную линию холдинговой компании (шаг 1), которая заключает договор купли-продажи с продавцом. Используя полученный кредит, холдинговая компания выкупает акции компании-цели. Сразу после покупки кредитные организации предоставляют кредит непосредственно компании-цели (шаг 3). Компания-цель переводит полученную сумму в холдинговую компанию через выплату дивидендов или через внутригрупповой займ (шаг 4). Холдинговая компания выплачивает долг кредиторам (шаг 5). В результате транзакции долг холдинговой компании выплачен, все обязательства находятся на балансе компании-цели.

2. После заключения договора купли-продажи между холдинговой компанией и продавцом, холдинговая компания платит за акции векселем с выплатой в определенный момент в будущем (шаг 1). После покупки кредиторы предоставляют кредитную линию компании-цели, используя ее активы в качестве залога (шаг 2). Компания-цель, в свою очередь, переводит финансирование в холдинговую компанию через выплату дивидендов или внутрикорпоративный займ. Впоследствии холдинговая компания осуществляет выплаты по векселю.

3. Иногда для структурирования сделки выкупа с рычагом используются посреднические компании типа SPV (special purpose vehicle). Такие компании приобретают на заемное финансирование целевую компанию, которая закладывается в обеспечение банку. Чтобы передать в обеспечение не акции, а более комфортное для банка обеспечение имуществом, существует несколько механизмов: либо слияние целевой компании с этой SPV, либо присоединение. Выкупы с рычагом с использованием посреднической компании (SPV) были наиболее распространены в США при выкупе публичных компаний частными инвесторами. Такие схемы наиболее удобны с точки зрения законодательного оформления и экономии на налоговых выплатах. В России такие сделки тоже осуществляются, но по российскому праву оформление такой сделки занимает от шести месяцев и больше, а это слишком длительный срок, чтобы банк взял на себя риски на такой период. Как один из вариантов решения вопроса банки рассматривают возможность создания посреднической компании (SPV) между компанией-организатором LBO и банком в определенных пропорциях, при котором акции закладываются банку, а имущество может быть сразу заложено компании, в которой банк уже является акционером.

Для успешного LBO необходимо прежде всего **выбрать «правильную» компанию-цель**. Так, идеальная компания-цель должна удовлетворять следующим параметрам:

- наличие денежных средств на балансе;
- выгодная цена покупки;
- благоприятные прогнозные денежные потоки, достаточные для покрытия значительного долга в будущем;

- оптимальная структура капитала;
 - наличие сплоченной и компетентной команды менеджмента (в случае со сделками MBO);
 - хорошие отраслевые характеристики (обычно компании-цели оперируют в традиционных отраслях с небольшими перспективами роста, но с возможностью генерировать стабильные денежные потоки);
 - прочное положение на рынке;
 - наличие четкой стратегии выхода со стороны существующих акционеров.
- Затем, необходимо составить предложение, отражающее цену и структуру операции, возможности ее финансирования, а также договоренности на момент закрытия сделки и приемлемую для руководителей ситуацию по завершении выкупа. Кроме того, нужно принять решение, на каких условиях будет проводиться процесс LBO:
- общий тендер, в котором будут принимать участие все потенциальные инвесторы (а в случае с MBO и руководство компании). В рамках конкурса всем будет предоставлена возможность вносить предложения о цене, что обеспечивает определение рыночной цены компании и оставляет владельцам выбор в случае, если осуществить LBO не удастся;
 - процесс, контролируемый владельцами, когда владельцы компании предоставляют конкретным инвесторам\менеджменту компании эксклюзивный срок для подготовки предложения. Владельцы могут получить заключение экспертов о точной стоимости компании, а также о том, будет ли предложенная сделка выгодной для покупателей;
 - процесс, контролируемый третьей стороной, с привлечением финансового консультанта для исследования рынка. Консультант должен удостовериться, что инвестор собирается осуществить сделку и готов вложить достаточные средства.

На следующем этапе сделки необходимо определить **цену компании - цели**.

Для определения справедливой стоимости инвестор может прибегнуть к услугам финансового консультанта. В случае с MBO, предполагается, что опытное руководство знает фундаментальную стоимость компании и понимает, каких результатов можно добиться за счет новых проектов, реорганизации бизнеса и снижения затрат. Цена, предлагаемая в рамках MBO, как правило, выше предложений третьих сторон и сумм первоначального публичного предложения акций, поскольку руководство знает внутреннюю стоимость компании и стремится сохранить свою работу. Кроме того, владельцы компании (или их финансовые и юридические советники) могут структурировать сделку выкупа таким образом, чтобы обеспечить себе более выгодное, чем при простой продаже компании, налогообложение.

Для создания стоимости в сделках выкупа с рычагом необходимо также грамотно **структурировать сделку** (рис.3).

В России LBO осуществляется либо с использованием нового юридического лица, посреднической компании типа SPV, которая приобретает акции или активы компании, либо путем слияния компаний. Возможны также купля/продажа акций компании, купля/продажа активов компании, создание или выделение новой компании и купля/продажа ее акций. Чаще всего для проведения LBO используется промежуточная структура, через которую прибыль поступает напрямую новым владельцам.

Основные правовые аспекты сделки включают создание новой компании, распределение дивидендов и потребности в оборотном капитале, договоры купли/продажи, структурирование заемных обязательств, соглашение с руководством, трудовые договоры с сотрудниками. LBO может осуществляться в форме продажи новых акций или использования программ привлечения служащих к приобретению акций своей компании. Последний вариант в России никогда не применялся, но может быть эффективным инструментом MBO.

Вопрос о **финансировании LBO** является ключевым, так как фактор создания стоимости в результате экономии на налоговых выплатах напрямую зависит от уровня финансового рычага в выкупленной компании.

При сделке выкупа с рычагом инвесторы обращаются за финансированием на рынки частного капитала. Основное условие финансирования LBO - внесение части средств инвестором (от 20% стоимости сделки). Полностью финансируемые за счет заемных средств операции нечасто встречаются на западных рынках и, скорее всего, не будут восприняты российским рынком.

Как правило, существуют три компонента финансирования LBO: заемное, доленое и промежуточное финансирование. Частные и инвестиционные банки обеспечивают доленое финансирование, венчурные фонды и коммерческие банки - смешанное, а коммерческие банки, финансовые учреждения и страховые компании предоставляют необходимые займы. Частные организации не принимают на себя такие высокие риски, как фонды венчурного капитала, поэтому и не ожидают столь же высоких доходов, рассчитывая на 25-35% доходности на свои инвестиции. Стороны, предоставляющие промежуточное финансирование, как правило, вкладывают средства в субординированный долг компании и используют доленую часть инвестиций в качестве гарантий. Таким образом, структура операции должна обеспечивать новым долевым инвесторам приемлемый уровень доходов на инвестиции и предоставлять приобретаемой компании достаточную финансовую свободу для намеченного роста и обслуживания задолженности.

Важно, чтобы структура капитала полностью учитывала интересы всех сторон, включая сотрудников, акционеров, продающих компанию, и ее руководство. Также немаловажно, чтобы структура сделки наилучшим образом соответствовала интересам самой компании. Для обеспечения наиболее благоприятных условий кредитования при ведении переговоров со сторонами, обеспечивающими финансирование, инвесторам необходимо знание основных условий сделки. К ним относятся:

- (1) *Соотношение собственного и заемного капитала.* Как правило, новая компания, образованная в целях приобретения выкупаемой инвесторами компании, получает финансирование из ряда источников. Они могут включать акционерный капитал, привилегированные акции, различные долговые инструменты и специфические (конвертируемые) инструменты.
- (2) *Права и условия.* Различные виды акционерного капитала могут предусматривать другие специальные права, например, право голоса, ограничения по дивидендам, различные ограничения (прибыль, выход, операции).
- (3) *Вознаграждение.* Инвесторы определяют размер вознаграждения основных членов руководства. Согласованные условия, как правило, оформляются договорами услуг.
- (4) *Размывание долей.* У инвесторов вызывают беспокойство факторы, которые могут привести к снижению стоимости их вложений в акции. Однако с точки зрения руководства важно иметь схему премирования сотрудников.
- (5) *Бизнес-план.* Осуществление инвестиций, как правило, зависит от утверждения инвесторами бизнес-плана руководства. Руководство должно с осторожностью подходить к этому, так как от него часто требуются определенные гарантии.
- (6) *Предоставление информации.* Как правило, компании прямых инвестиций и венчурного капитала требуют предоставления подробной финансовой информации. Инвестор-заёмщик должен путем переговоров определить перечень данных, предоставление которых является разумным и возможным.
- (7) *Кворум на собраниях акционеров.* Фонды часто требуют присутствия держателя привилегированных акций для формирования кворума на собраниях акционеров. Инвестор должен принять меры к тому, чтобы венчурный фонд не срывает собрания акционеров своим нежеланием присутствовать на них.
- (8) *Политика выхода из компании.* Выход фонда из компании обычно осуществляется путем продажи или открытого размещения акций компании. Стратегический инвестор должен согласовать с фондом сроки такого выхода (обычно через три-пять лет после

осуществления инвестиций). Обычно фонд настаивает на том, чтобы акции компании не котировались на признанных фондовых биржах без его предварительного согласия.

Статистика LBO в России¹

Год	Покупатель	Мишень	Банк	D/ D+E	Источник финансирования /обеспечение активами мишени/целевой кредит	Кол-во акций	До/После LBO акции мишени на бирже
Покупатель и мишень являются отечественными компаниями							
2002	Трубная металлургическая компания	Заводы Северский, Волжский и Тагмет, группы МДМ	Credit Suiss Ferst Boston	50%	Кредит/нет/нет	51%	да/да
2003	Петербургский мельничный комбинат	ЛКХП им. С. Кирова	Веб-Инвест банк	100%	Бридж-финансирование, облигации/нет/да	100%	да/да
2004	ЧТПЗ	«ПНТЗ»	ЕБРР-Standart Bank	50%	Кредит/-/да	57,22%	да/да
2004	Роснфеть	«Юганскнефтегаз»	GNPS	64,17	Кредит/да/да	76,8%	-/нет
2005	Группа Алишера Усманова	«Михайловский Гок»	ВТБ	97%	Кредит/да/да	97,5%	да/да
2006	ГК Ренова	«Корбина Телеком»	ВТБ	100%	Кредит/нет/нет	100%	нет/нет
2006	«Криста»	«Пластик»	Сбербанк	- ²	Кредит/нет/да	98,7%	да/да
2006	Юг Руси	«Русагро»	ЕБРР и синдикат банков	-	Кредит/нет/да	100%	да/да
2006	ГК Ренова	«Нефтехимия»	ВТБ, Петрокоммерц	100%	Кредит/нет/нет	100%	нет/нет
2006	X5 Retail Group	«Метроном АГ»	Несколько банков	80%	Кредит/нет/нет	100%	нет/нет
2006	«Протек»	Аптечная сеть «ОЗ»	-	100%	Облигации/нет/нет	100%	нет/нет
2006	«Мечел»	«Московский коксогазовый завод»	-	100%	Облигации/нет/да	77%	нет/нет
2006	Ryaterochka Holging N.V.	ТД «Перекресток»	Amro, Raiffeizen, WEST LB, HSBC	67%	Кредит/нет/да	100%	нет/нет
Покупатель или мишень не является российской компанией							
2006	Челябинский цинковый завод	Nova Trading & Commerce	HVB, BCENEuro bank	73%	Кредит/нет/да	100%	да/да

¹ Синим шрифтом выделены те сделки, которые при детальном анализе нельзя отнести к выкупу долговым финансированием.

² - Нет данных

Год	Покупатель	Мишень	Банк	D/ D+E	Источник финансирования /обеспечение активами мишени/целевой кредит	Кол-во акций	До/После LBO акции мишени на бирже
2006	EvraxGroup	OregonSteel Mills	Credit Suisse Internationa l и UBS Limited	78,26 %	Кредит/да/да	100%	да/нет
2006	ОАО ЛУКОЙЛ	Marathon Oil	-	70,2%	Кредит/нет/да	100%	да/да
2006	Sinopec	«Удмуртнефть»	Bank of China	100%	Кредит/нет/нет	96,7%	да/да
2006	Efes Breweries International N.V. (EBI)	«Красный Восток – Солодовпиво»	HBSC, Citibank	72,8%	Бридж – кредит/нет/нет	92,3%	нет/нет

Рис 1. Алгоритм расчетов с использованием счета-эскроу

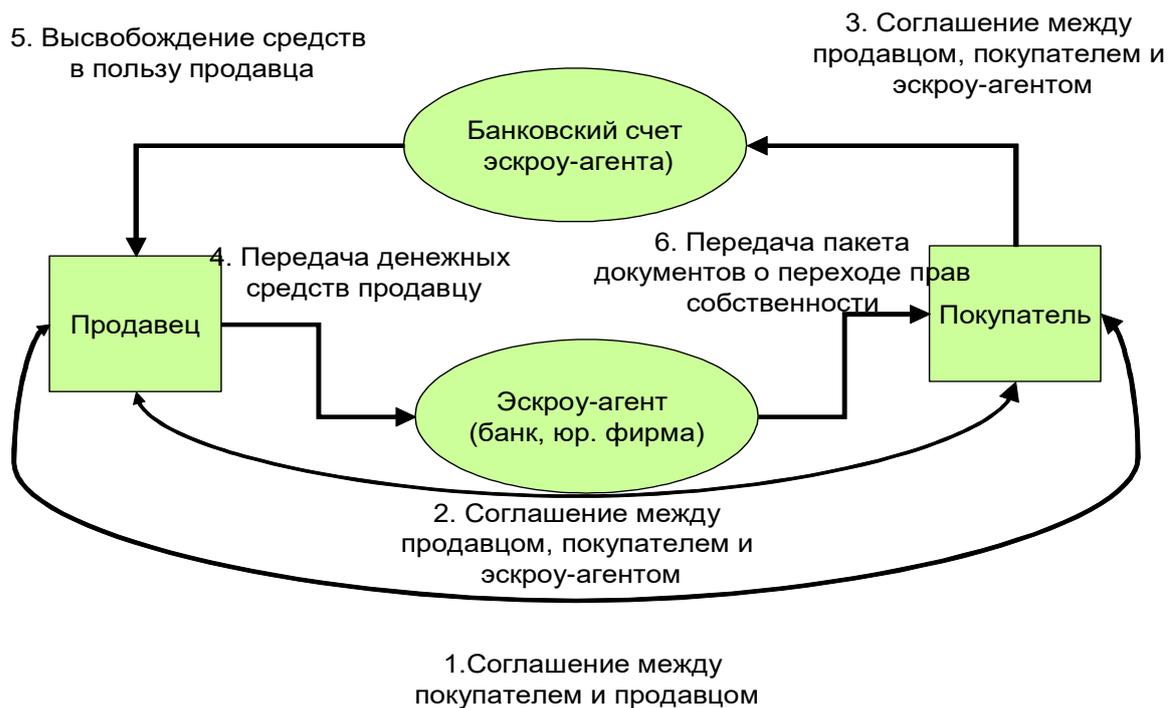


Рисунок 2. Классических схем выкупа с рычагом

схема 1

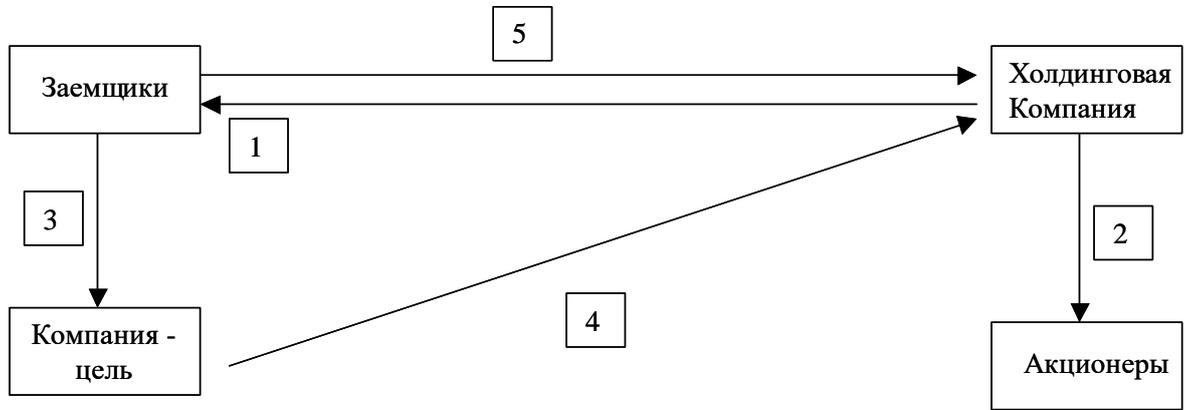


схема 2

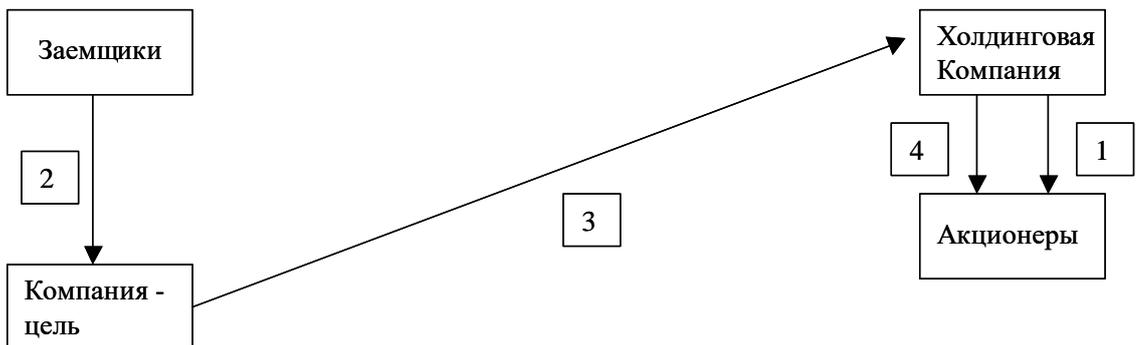


схема 3

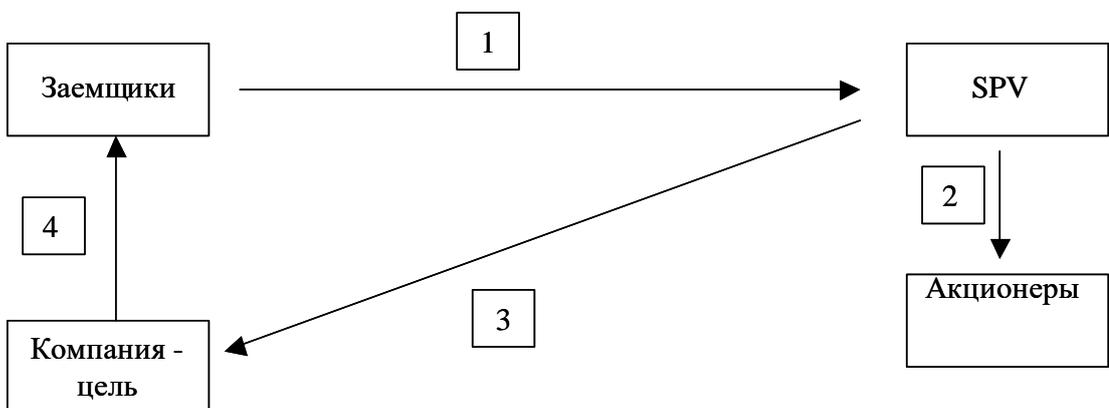
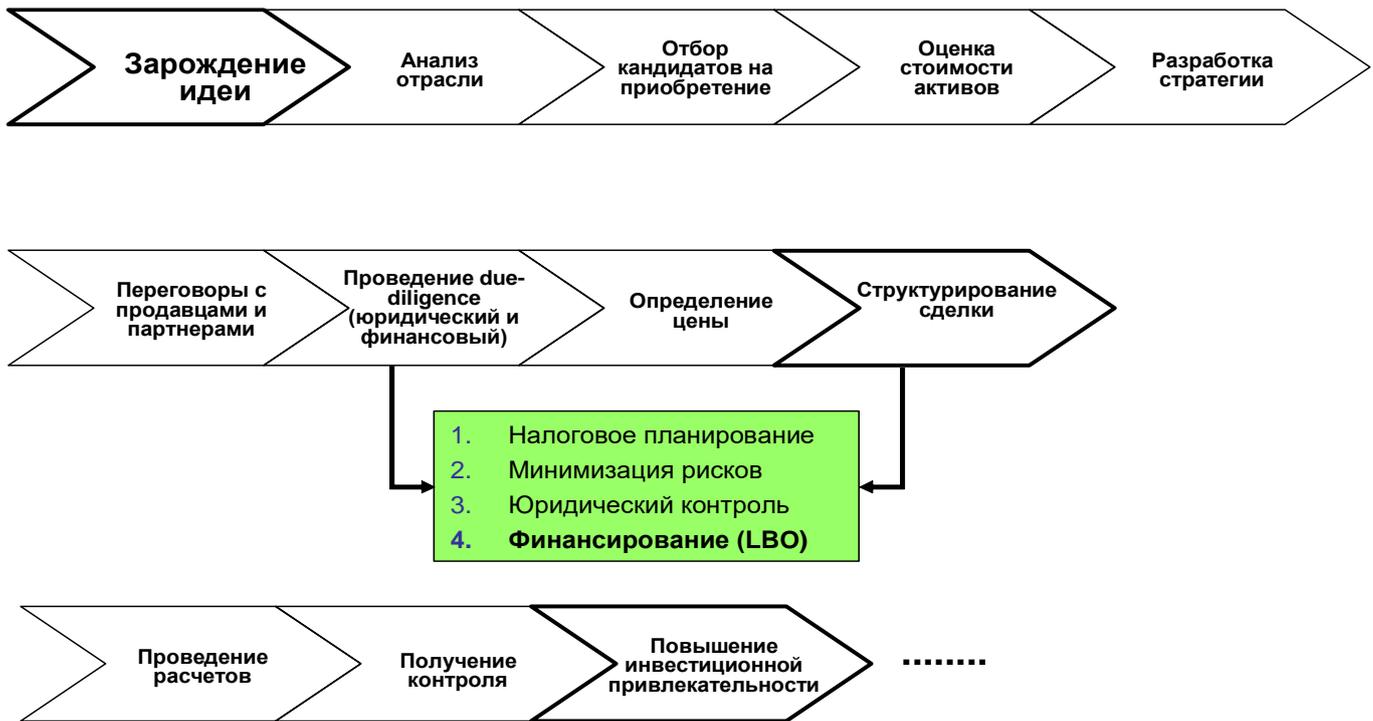


Рисунок 3. Структура механизма сделки с выкупом



7. Поиск источников стоимости: органические и неорганические стратегии роста

1. Стратегии роста компаний как инструмент управления стоимостью бизнеса
Ренессанс Капитал, Билеткина Ольга, нач отдела
2. Реструктуризация бизнеса и создание стоимости
Савельев И. Интер РАО ЕЭС, зам. директора по стратегическому развитию
3. Стратегические альянсы как элемент неорганических стратегий развития компаний
Ренессанс Капитал, Билеткина Ольга, нач отдела
4. Факторы успеха сделок по слиянию и поглощению
5. Синергетические эффекты в сделках слияния и поглощения компаний
6. Создание стоимости в сделках выкупа с рычагом
Морган Стенли, Лолуа Ирина, вед. Колнсультант
Morgan Stanley | Investment Banking Division

Стратегический управленческий учет как система мониторинга управления стоимостью бизнеса

*корпоративная и бизнес-стратегия
ключевые показатели эффективности
показатели создания стоимости
операционные и финансовые КПЭ
бенчмаркинг
внутригрупповые обороты*

Стратегия является одним из базовых элементов общей системы управления компанией. Под стратегией понимается набор ключевых решений руководства компании, которые носят общий характер и определяют долгосрочную позицию компании в таких терминах:

- География рынков сбыта
- Продуктовый портфель
- Основные покупатели
- Каналы распределения
- Степень вертикальной интеграции
- Виды конкурентных преимуществ

В крупных компаниях, владеющих портфелем бизнесов, стратегическое управление осуществляется на двух уровнях – Корпоративная и Бизнес-стратегия (рис. 1)

Бизнес-стратегия включает решения, определяющие конкурентоспособность компании на конкретных рынках и управления стоимостью отдельного бизнеса.

Корпоративная стратегия включает решения, определяющие эффективность использования капитала компании и оптимизацию портфеля бизнесов.

Управление стоимостью компании требует концентрации на бизнес-стратегиях, так как именно бизнесы компании являются главным источником ее стоимости, а на корпоративном уровне в основном определяются приоритеты в развитии бизнесов обладающих наибольшим потенциалом роста, необходимость выхода из отдельных бизнесов или целесообразность вхождения в новые.

Стратегический управленческий учет обеспечивает потребность высшего руководства компании в информации, необходимой для оценки:

- долгосрочных перспектив компании и отдельных бизнесов
- принимаемых стратегических решений
- соответствия результатов деятельности поставленным целям

Необходимо отметить, что в практике как большинства российских, так и многих зарубежных компаний управленческий учет ориентирован, прежде всего, на потребности бюджетного планирования и план/факт анализа. Как правило, для долгосрочного прогноза, который является основой стратегии данные поступают в укрупненном виде, в структуре показателей, отличной от принятой в бюджетном планировании. Если расчет одних и тех же показателей ведется на основе несопоставимых исходных данных и с применением разных методик, то в результате расхождения будут закономерны, но практически необъяснимы содержательно. Это приводит к тому, что оценка соответствия краткосрочных планов и бюджетов стратегическим целям и задачам затруднена и таким образом создается возможность в рамках бюджетного цикла игнорировать требования стратегии.

Основой для построения информационной базы, удовлетворяющей потребностям всех уровней, является **система ключевых показателей эффективности (КПЭ)** – показателей, характеризующих основные факторы эффективности компании, бизнесов и центров ответственности, как в долгосрочной, так и в краткосрочной перспективе.

Далеко не все показатели управленческого учета можно рассматривать как КПЭ. Основные требования к ключевым показателям (рис 2.) – связь со стратегией, организационной структурой и процедурами управления в компании

Ключевые показатели эффективности позволяют

- акцентировать внимание менеджеров на стратегических приоритетах компании
- конкретизировать стратегические приоритеты в цели и задачи, которые могут быть трансформированы в задачи подразделений
- оценивать достижение целей

Для каждого из уровней управления в компании существуют свои требования к показателям эффективности (рис.3)

На корпоративном уровне, ориентированном на потребности акционеров (собственников) компании значительную роль играют *показатели создания стоимости* (рис.4). В практике западных компаний используются как показатели, базирующиеся на внутренней финансовой информации, так и показатели, отражающие информацию рынка капиталов. Последние невозможно применять для некотируемых компаний, в связи с чем, в практике российских компаний больше распространены такие показатели как экономическая добавленная стоимость (EVA) и доходность на инвестированный капитал (ROIC).

Разработка показателей уровня корпоративной стратегии осложняется тем, что внешние получатели информации, во многом определяющие позицию рынка, больше склонны доверять отчетности, чем прогнозам. В связи с этим и руководство компании, заинтересованное в положительной оценке компании рынком, стремится достичь конкурентных значений КПЭ в текущей отчетности. Вместе с тем, отдельные мероприятия, направленные на развитие и создание стоимости в будущем, например, осуществление значительных инвестиций, будут в краткосрочной перспективе отрицательно сказываться на значениях ряда показателей. В том числе и показатели создания стоимости, основанные на внутренней финансовой информации (EVA, ROIC), упомянутые выше, слабо отражают перспективы развития.

Еще одним важным моментом, которому следует уделять особое внимание при формировании высокоуровневых показателей корпоративной стратегии - возможность их декомпозиции в показатели отдельных бизнесов и, при необходимости, в показатели центров ответственности в составе бизнесов. Наличие четкой и прозрачной связи показателей корпоративной и бизнес-стратегий позволяет оценивать вклад бизнесов в формирование результатов компании в целом и осуществлять управление синергией.

Принято выделять *финансовые КПЭ* отражающие экономические результаты деятельности компании (прибыль, выручка, капитал и т.п.) и *операционные КПЭ*, ключевые факторы успеха в бизнесе (количество рекламаций, время простоя производства, оборачиваемость запасов).

При определении бизнес-стратегии доминирование одного из видов показателей в качестве целевых определяет финансовый или операционный подход к управлению бизнесом. Каждый из этих подходов имеет свои преимущества и не лишен недостатков (рис.5.). Чаще всего в систему КПЭ включаются оба вида показателей. Следует учитывать, что хотя связь операционных показателей и финансовых результатов, безусловно, есть, рассчитать точную зависимость, как правило, не представляется возможным. Это означает что цели, одновременно установленные в финансовых и операционных терминах, могут оказаться взаимно противоречивыми, что негативно отражается на управляемости бизнеса.

Для нужд формирования бизнес-стратегии и управления бизнесом в целом проводится конкурентный анализ и *бенчмаркинг* - оценка целевых уровней КПЭ на основе информации о сопоставимых компаниях. Данные процедуры требуют значительной работы с исходными данными.

Как правило, в любой отрасли существуют КПЭ (обычно операционные), являющиеся основой для оценок конкурентоспособности бизнеса – например в телекоммуникационной отрасли это выручка на одного абонента, в розничной торговле – доход на метр торговой площади, в нефтедобыче – себестоимость тонны/барреля нефти. Использование для сравнения аналогичных показателей конкурентов требует известной осторожности. Во первых, в силу отличия организационной структуры, стратегии, процедур управления и т.п. методика расчета одних и тех же показателей управленческой отчетности в разных компаниях может отличаться, в результате чего они не будут сопоставимы. Избежать подобной опасности можно, пользуясь финансовой отчетностью, подготовленной для пользователей, требующих соблюдения известных стандартов (например, государственные органы, биржи и т.п.). Однако, даже при стандартной отчетности, особенности ведения бизнеса часто позволяют менеджменту осуществлять изменения показателей деятельности без изменения ее содержания и результатов. Так передача отдельных функций на аутсорсинг влияет на показатели, учитывающие численность персонала, известны возможности замещения капитальных затрат операционными (например, лизинг) и т.п. Даже во внутренней отчетности возможны подобные явления, если менеджерам предоставлена необходимая для этого свобода действий.

Показатели, которые сложно или нельзя проверить, уточнить порядок их формирования создают опасную иллюзию информированности. Неверная интерпретация как внешней, так и внутренней информации является причиной ошибочных решений.

Для компаний, оперирующих в нескольких бизнесах, существенную проблему представляет так же формирование КПЭ с учетом *внутригрупповых оборотов* – оценка влияния на КПЭ отдельного бизнеса специфики сделок с внутригрупповыми контрагентами. Даже при отсутствии трансфертных цен, остается вопрос в распределении синергетических эффектов (например, к какому из бизнесов и в какой пропорции отнести доходы от перекрестных продаж). Проблема особенно явно стоит для вертикально интегрированных компаний, где бизнесы входят в единую цепочку создания стоимости. Еще одним типичным примером внутригрупповых оборотов является распределение общекорпоративных расходов (например, по созданию ИТ систем) на расходы бизнесов. Возможность улучшить собственные КПЭ за счет перераспределения тем или иным способом эффектов от других бизнесов создает управленческие конфликты на корпоративном уровне и в целом снижает мотивацию к повышению эффективности за счет собственных возможностей.

Задача системы КПЭ – обеспечить достоверную, прозрачную и отвечающую специфике принимаемых решений информацию. При разработке как требований к учету, так и методик расчета ключевых показателей на основе учетных данных должны быть приняты во внимание как требования процедур стратегического управления, так и необходимость связи с бюджетными показателями, фактической отчетностью и сопоставления с внешними ориентирами.

Рис.1 ДВА УРОВНЯ СТРАТЕГИИ

Для компаний, имеющих в своем портфеле несколько бизнесов, обычно разделяют понятия корпоративной стратегии и бизнес-стратегии (стратегии бизнес-единицы)

Уровень стратегии	Рассматриваемые ключевые вопросы	Возможные варианты действий
Корпоративная стратегия	<ul style="list-style-type: none">• Привлекательна ли структура наших бизнесов?• В каких бизнесах мы должны присутствовать?• Каким образом использовать синергетические эффекты от взаимодействия бизнесов?	<ul style="list-style-type: none">• Присутствие только в одном бизнесе• Присутствие в связанных бизнесах• Присутствие в несвязанных бизнесах
Бизнес-стратегия	<ul style="list-style-type: none">• Какова должна быть стратегическая концепция деятельности бизнеса?- География рынков сбыта- Клиенты/Сегменты- Продукты/Услуги- Каналы распределения- Степень вертикальной концентрации• Каковы наши конкурентные преимущества?	<ul style="list-style-type: none">• Концентрация на новых каналах сбыта• Изменения в продуктовом портфеле

Рис. 2 ТРЕБОВАНИЯ К КЛЮЧЕВЫМ ПОКАЗАТЕЛЯМ ЭФФЕКТИВНОСТИ

1. Увязка КПЭ со стратегией компании и стратегией отдельных бизнесов (в случае нескольких бизнес-единиц)



Система показателей должна позволять количественно определить стратегические цели компании. В состав КПЭ входят как показатели характеризующие внутреннюю эффективность, так и индикаторы уровня конкурентоспособности на рынках сбыта и ключевых ресурсов (например, на рынке капитала)
2. Соответствие организационной структуре



Показатели определяются применительно к конкретным центрам ответственности (ЦО) Для целей стратегического управления система КПЭ должна включать набор показателей для каждого из центров ответственности верхнего уровня (как правило, дивизиона/ бизнес-единицы)
3. Использование системы управленческого учета для расчета значений показателей



Бухгалтерский учет имеет другие цели и задачи, поэтому не может использоваться в качестве поставщика информации для расчета КПЭ
4. Интеграция системы КПЭ в процессы планирования, оценки результатов деятельности и стимулирования



При включении в систему материального стимулирования система КПЭ ориентирует менеджеров и руководителей подразделений на достижение общекорпоративных целей. Таким образом, удается увязать интересы менеджеров и компании в целом

Рис. 3 ОСОБЕННОСТИ КПЭ РАЗЛИЧНЫХ УРОВНЕЙ УПРАВЛЕНИЯ

Для каждого уровня управления компании необходимо формировать свой набор КПЭ

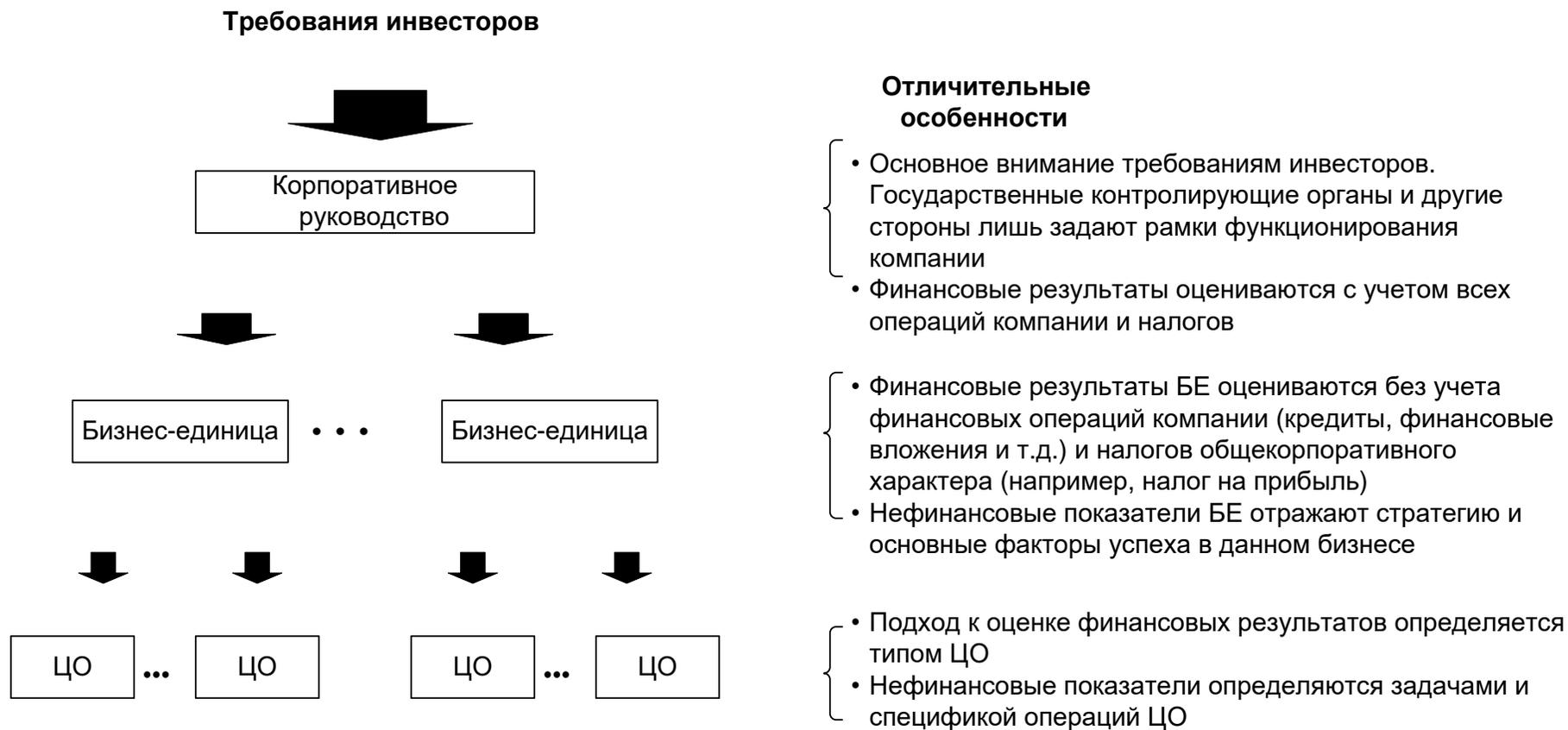


Рис.4 ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ЗАПАДНЫМИ КОМПАНИЯМИ

В настоящий момент в западной корпоративной практике используется несколько финансовых показателей, оценивающих успешность деятельности компании в целом в терминах создания стоимости для акционеров

	Виды	Определение	Недостатки
Показатели, базирующиеся на информации рынка капиталов	1) Рыночная добавленная стоимость (MVA)	<ul style="list-style-type: none"> • Рыночная стоимость капитала (долг+собственный капитал) минус балансовая стоимость собственного капитала и долга • Отношение изменения стоимости акций плюс величина дивидендов к стоимости акций на начало 	<ul style="list-style-type: none"> • Не могут быть применены для некотирующихся компаний
	2) Совокупная доходность для акционеров (TRS)		
Показатели, базирующиеся на внутренней финансовой информации	1) Прирост экономической стоимости (EVA)	<ul style="list-style-type: none"> • Операционная прибыль компании после налогов минус затраты на капитал (включая собственный капитал и долг) • Отношение операционной прибыли после налогов к инвестированному капиталу 	<ul style="list-style-type: none"> • Не отражают долгосрочные перспективы компании
	2) Доходность на инвестированный капитал (ROIC)		

Рис. 5 ФИНАНСОВЫЙ И ОПЕРАЦИОННЫЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ БИЗНЕСОМ

	Финансовый подход	Операционный подход
Показатели используемые для постановки целей бизнеса	<p>Отражают финансовые результаты деятельности и факторы стоимости</p> <ul style="list-style-type: none"> • Прибыль • Капитал • Свободный денежный поток и т.п. 	<p>Отражают основные факторы конкурентоспособности</p> <ul style="list-style-type: none"> • Производительность • Качество продукции и услуг • Уровень себестоимости и т.п.
Достоинства подхода	<ul style="list-style-type: none"> • Цели бизнеса напрямую связаны с целями корпоративной стратегии • Менеджеры бизнеса обладают широкими полномочиями и мотивированы на достижение результатов • Оценка результатов на основе комплексных показателей, учитывающих все принимаемые решения. 	<ul style="list-style-type: none"> • Бизнес-стратегия концентрируется на вопросах конкурентоспособности • На корпоративном уровне существует четкое понимание особенностей каждого бизнеса • Управление факторами, обеспечивающими создание стоимости в долгосрочном периоде
Недостатки подхода	<ul style="list-style-type: none"> • Преимущественное внимание уделяется краткосрочным результатам • Не ставятся цели повышения конкурентоспособности 	<ul style="list-style-type: none"> • Снижается ответственность руководителей бизнеса за финансовые результаты • Снижается гибкость управления бизнесом, могут быть упущены возможности повышения стоимости

Риск-менеджмент и управление стоимостью компании

риск-менеджмент в компании

техника хеджирования

лимитная политика

методология VaR (Value-at-Risk)

кредитный спред

Риск-менеджмент, представляя относительно молодое направление в науке управления бизнесом, становится в последнее время все более актуальным для практики финансового управления российскими компаниями (рис. 1). Привлечение компаниями больших объемов синдицированных кредитов, эмиссии облигаций и процедуры IPO, транснационализация бизнеса – все это вкуче ведет к росту ценовых, кредитных, фондовых, валютных и страновых рисков, которые не могут не учитываться менеджерами компаний. Наличие системы риск-менеджмента в компании становится важным показателем ее культуры корпоративного управления (рис. 2).

С организационно-экономической точки зрения риск-менеджмент представляет собой процесс, включающий следующие последовательные стадии (рис. 3):

1. Выявление и идентификация риска (определение, вида риска, его профиля, значимости для компании);
2. Анализ и количественная оценка риска;
3. Выбор стратегии и инструментария по минимизации или покрытию риска;
4. Мониторинг процесса управления рисками;
5. Оценка эффективности и корректировка стратегии управления рисками.

Как правильно замечено, «злом является не риск сам по себе, а только тот риск, который неверно оценен, которым неправильно управляют, или который является нежелательным». Современные подходы к анализу, оценке и управлению финансовыми рисками в компаниях реального сектора экономики во многом опираются на концепции и методологии, разработанные в последние два десятилетия в недрах финансовых институтов - методологию VaR (Value-at-Risk), модели дефолта, анализ дюрации и пр.

К числу важных стратегий и инструментов по управлению финансовыми рисками (рис.4), которые используются в компаниях нефинансового сектора, следует отнести стратегии хеджирования, диверсификации рисков, проведение лимитной политики, секьюритизации активов и пр.

О значимости выстраивания эффективной системы риск-менеджмента в компаниях свидетельствует тот факт, что риск – менеджмент стал рассматриваться как стратегический инструмент, нацеленный на **создание и увеличение стоимости компании**. Поэтому важно определить, каким образом риск-менеджмент может влиять на стоимость бизнеса, учитывая при этом, что «риск – менеджмент» носит затратный характер.

Управление рисками может создавать дополнительную стоимость за счет следующих факторов:

- увеличения ожидаемых денежных потоков (операционной прибыли) за счет снижения риска возможных потерь;
- снижения затрат на капитал (ставки дисконтирования денежных потоков)

1. Риск-менеджмент как фактор роста ожидаемого денежного потока

Чтобы увеличить ожидаемые денежные потоки, (операционную прибыль) риск-менеджеры должны всемерно стремиться к снижению возможных потерь – как за счет снижения убытков, так и минимизации «упущенной выгоды». Достижению этих целей может служить разнообразные риск-понижающие стратегии и инструменты (табл. 1).

Управление риском с помощью **техники хеджирования** получило большое распространение в мировой финансовой практике. Для целей хеджирования рыночных и

кредитных рисков компании финансовые менеджеры используют разнообразные срочные контракты (форварды, фьючерсы, опционы, свопы), с помощью которых можно полностью или частично покрыть «рисконезащищенные» позиции.

Пример. Предположим, что российская фирма закупила товары у зарубежного поставщика на сумму 500 000 евро. на условиях 50% предоплаты. Проплата оставшегося долга фирма должна будет произвести через год. Очевидно, что рост обменного курса европейской валюты приведет к увеличению кредиторской задолженности. По данному договору «рисконезащищенная» позиция составляет 250 000 евро, которую можно хеджировать с помощью покупки годового форвардного контракта на 250 000 евро. Застраховавшись, компания лишается части прибыли (в случае снижения курса евро к рублю). Однако при отсутствии страховки можно потерять гораздо больше.

Как показывает практика, к хеджированию каждой сделки прибегают в том случае, если в компании нет единой валютной позиции. Ведь определенная часть контрактов фирмы, как правило, не выходит за установленные рискованные рамки. Очевидно, нужно хеджировать не договоры, а определенные суммы. Допустим, в прошедшем месяце расходы фирмы были запланированы в размере 10 миллионов долларов, а в результате положительного для нее колебания валютных курсов они составили лишь 9 миллионов. В текущем месяце фирма получила доходы в размере 8 миллионов долларов, а затраты понесла в сумме 12 миллионов долларов. Таким образом, в данном случае компании нужно хеджировать не 4, а только 3 миллиона долларов.

Сегодня финансовые институты в России предлагают различные варианты срочных сделок, поэтому предприятия имеют широкие возможности по хеджированию различных рыночных рисков. В частности на ММББ можно торговать валютными фьючерсами на доллары и евро, а в системе РТС существует специальная секция торговли фьючерсами и опционами по акциям российских компаний –FORTS.

Несмотря на то, что хеджирование может быть затратным (так, при использовании фьючерсов необходимо заплатить биржевому брокеру и внести страховой взнос), тем не менее, при сильной волатильности рыночных цен оно может значительно сократить возможные потери – убытки и упущенные выгоды.

Ограничение корпоративных рисков помимо традиционной лимитной политики (лимит на контрагента) может опираться и на современную методологию Value-at-Risk для установления так называемых VaR - лимитов. Статистический метод VAR – используется для оценки рыночных рисков (разработчиком методологии является компания J.P. Morgan)

VaR –это денежная оценка максимально возможных потерь при неблагоприятных рыночных условиях и выбранном менеджерами доверительном уровне (рис.5). Расчет величины VaR опирается на статистику потерь (Losses). То есть, учитывая историческую волатильность цен на продукцию компании, на потребляемое сырье, на валюту или другие финансовые инструменты, с которыми работает компания, можно рассчитать величину максимально возможных потерь, которые может понести компания за определенное время при заданном менеджерами доверительном уровне.

Пример. Российская компания «X» планирует осуществить своему партнеру поставку нефти марки Urals на сумму 1 млн. долл. США с последующей оплатой поставки через 10 дней.

Риск-менеджер хочет рассчитать возможные максимальные потери компании из-за снижения доллара к рублю при выбранном доверительном уровне в 95% (т.е. превышение расчетных потерь возможен только в 5% случаев из 100). Анализ исторических данных по волатильности курса доллара к рублю за последний год показал, что дневные колебания курса составили в среднем 0,002%

Тогда: **дневной VaR = размер рисконезащищенной позиции * волатильность цены * 1,65**

где 1,65 – квантиль нормального распределения для вероятности в 95%

дневной VaR = 1млн. долл.* 0,002* 1,65 = 3, 300 долл.

Следовательно, максимально возможные однодневные потери в течение последующих 20 дней составят не более 3 300 долл. Так как период удержания позиции 10 дней (т.е. компания может получить деньги только через 10 дней), то максимальные десятидневные потери могут составить: $33\ 000 \times \sqrt{10} = 10\ 436$ долл.

Крупнейшие российские компании, такие как Газпром, Лукойл, Транснефть, РАО «ЕЭС» в настоящее время приобрели статус транснациональных, поскольку имеют сеть дочерних структур за рубежом. Сам факт международной **диверсификации** деятельности может иметь синергетический эффект и положительно влиять на рост стоимости бизнеса. Помимо этого эти компании могут минимизировать налоговые риски за счет включения в свои международные бизнес-схемы оффшорных компаний, находящихся в благоприятных налоговых юрисдикциях и тем самым увеличить чистую операционную прибыль (NOPAT).

2. Риск-менеджмент как фактор снижения затрат на капитал (ставки дисконтирования.)

Вторым фактором, влияющим на рост стоимости бизнеса, является ставка дисконтирования, представляющая собой средневзвешенные затраты на капитал.

Каким же образом риск-менеджмент может повлиять на снижение затрат на привлеченный капитал? В структурном отношении привлекаемый под инвестиции капитал состоит из собственного капитала (дополнительная эмиссия акций) и заемных средств (долгосрочные займы, эмиссия облигаций). Задача менеджмента компании состоит в том, чтобы требуемая доходность инвесторов и кредиторов компании была меньшей. А это, в свою очередь, зависит от того, насколько рискованными расцениваются ими акции и долговые обязательства компании. От этого, собственно, и будет зависеть их наценка (премия) за риск (рис. 6).

Применительно к долговым обязательствам компании наценка за риск – величина кредитного спреда - будет зависеть от класса кредитного рейтинга компании. Чем выше рейтинг, тем меньше величина спреда, а, следовательно, и затраты на долговое финансирование. На сегодняшний день рейтинги глобальных агентств имеют примерно 15% российских корпоративных заемщиков нефинансового сектора. Ставки по облигациям инструментам находятся в диапазоне от 6 до 12% годовых в зависимости от кредитного качества эмитента. Минимальная ставка - 6 % доступна наиболее надежным эмитентам, таким как РАО «ЕЭС России», «Газпром» и т. п. Большинство же эмитентов — средние и мелкие компании — могут разместить облигации под 8—12% годовых (таб.2)

За безрисковую ставку, как правило, берут доходность долгосрочных государственных ценных бумаг (например, евробондов Минфина РФ и/или казначейских облигаций США) с сопоставимым сроком погашения. Рейтинговые агентства - Standard and Poor's , Moody's, Fitch , Эксперт РА - оценивая кредитное качество эмитированных компанией облигаций, включают в свою диагностику компании уровни отраслевого и финансового риска компании, а также такой трудно формализуемый показатель, как уровень корпоративного управления. Информационная прозрачность компании, в том числе отчетность по видам, величине и управлению корпоративными рисками, несомненно, повышает оценку этого уровня.

В ряде западных странах отчетность по рискам является обязательной. Так, британский Сводный кодекс корпоративного управления (Combined Code of Corporate Governance) требует от компаний, прошедших листинг на Лондонской фондовой бирже, предоставлять отчет о своих крупных рисках и о том, какие меры были приняты для их снижения.

Это обстоятельство следует учитывать тем российским компаниям, которые планируют осуществлять IPO на лондонском фондовом рынке. Не случайно на годовом собрании акционеров ОАО «Газпром» председатель правления компании в качестве первоочередных задач назвал повышение капитализации компании и создание

дополнительной стоимости для акционеров, а также совершенствование системы корпоративного управления и повышения прозрачности Газпрома для инвесторов. В настоящее время большое внимание раскрытию информации о принимаемых рисках и процедурах их управления уделяется рейтинговым агентством Standard and Poor's при присвоении российским компаниям рейтинга корпоративного управления, что в свою очередь может повысить доверие инвесторов к компании и содействовать росту курсовой стоимости ее акций.

Таблица 1. Методы и инструменты управления финансовыми рисками компании.

Риски	ЦЕНОВЫЕ	ПРОЦЕНТНЫЕ	ВАЛЮТНЫЕ	КРЕДИТНЫЕ	ЛИКВИДНОСТИ
Методы и инструменты снижения рисков	<p>1. Хеджирование с помощью срочных контрактов-товарных форвардов, фьючерсов, опционов.;</p> <p>2. Грамотное управление операционным рычагом компании</p>	<p>1. Хеджирование рисков с использованием процентных свопов, форвардных контрактов (FRA) ;</p> <p>2. Оптимизация структуры заимствования с фиксированной и плавающей процентной ставкой;</p> <p>3. Мониторинг дюрации портфеля процентных активов и обязательств компании;</p> <p>4. портфельная иммунизация</p>	<p>1. Хеджирование с помощью срочных контрактов-валютных форвардов, фьючерсов, опционов;</p> <p>2. Диверсификация риска за счет заключения контрактов в разных валютах;</p> <p>3. Использование защитных валютных оговорок.</p> <p>4. Перевод денежных средств в твердые валюты.</p>	<p>1. Хеджирование с помощью кредитных производных инструментов – кредитных свопов, кредитных нот (CLN) и пр.;</p> <p>2. Установление лимита на дебитора;</p> <p>3. Факторинг- (продажа дебиторской задолженности)</p> <p>4. Формирование резервов под сомнительные долги;</p> <p>5. Реструктуризация задолженности (новация, секьюритизация)</p>	<p>1. Увеличение акционерного капитала;</p> <p>2. Диверсификация источников финансирования</p> <p>3. Мониторинг разрывов ликвидности.</p>

Таблица 2. Рейтинги и кредитные спрэды российских компаний.

Компания	Рейтинг S&P/ Moody /Fitch	Спрэд к UST в баз. пунктах
Газпром 09	BB+/Baa1/BBB	98
Сибнефть 09	BB/Baa2	346
ТНК 11	BB+/Baa2/BB+	206
МТС 10	BB-/Ba3	284
Вымпелком 09	BB/Ba3	207
Северсталь 09	BB-/B2/BB-	210
Норникель 09	BBB-/Ba2/BBB-	161

Рис. 1 Факторы, обуславливающие повышенное внимание к организации риск-менеджмента в российских компаниях

- **Необходимость совершенствования механизмов управления компанией и повышения ее стоимости**
- **Периодические кризисы и потрясения в различных сферах и отраслях экономики**
- **Давление регулирующих органов**
- **Колебания спроса и предложения на продукцию и потребляемое сырье**
- **Возрастающая волатильность финансовых и товарных рынков**
- **Обострение конкурентной борьбы на рынках**

Рис. 2. Проблемы организации системы риск-менеджмента в российских компаниях

- **Отсутствие у топ-менеджеров и акционеров российских компаний мотивации и понимания необходимости внедрения системы риск-менеджмента**
- **Дефицит квалифицированных специалистов в области риск-менеджмента**
- **Отсутствие теоретических моделей оценки риска, работающих в российских условиях**
- **Узкий выбор инструментов управления рисками**

Рис. 3. риск-менеджмент как бизнес - процесс



Рис. 4 Анализ подверженности компании финансовым рискам

Чтобы ответить на вопросы о степени подверженности компании финансовым рискам, необходимо проанализировать ее **финансовую отчетность**: бухгалтерский баланс. Отчет о прибылях и убытках и др.

- Какова ликвидность компании ? Каково соотношение ликвидных активов и обязательств ?
- Как высок уровень заемного капитала? Каков коэффициент долговой нагрузки?
- Как чувствительна компания к процентному риску? Для этой цели следует изучить займы компании.
- Имеется ли чувствительность к валютным рискам? (реализация продукции за рубеж, валютные займы, консолидация отчетности зарубежных филиалов и др.)
- Подвержена ли компания влиянию изменения цен на продукцию (услуги)?

Рис. 5. Максимально возможные потери по открытым финансовым позициям (VaR)

Величина VaR рассчитывается по формуле:

$$\mathbf{VaR = Position * Volatility * N} \quad \text{где:}$$

Position — текущий размер открытой позиции по определенной валюте.

Volatility- волатильность, измеряемая стандартным отклонением

N – число стандартных отклонении при выбранном менеджером доверительном интервале. (для доверительного интервала в 90% $N = 1,28$, для 95% - 1,65, а для 99% доверительного интервала $N = 2,33$.)

Рис. 6. Рейтингование и модель спреда доходности

Спред - премия за кредитный риск - устанавливается на основе рейтингования партнера по сделке

«Модель спреда доходности» позволяет рассчитать справедливую цену предоставления кредита с учетом премии за кредитный риск. Премия за кредитный риск устанавливается на основе рейтингования эмитента ценной бумаги или уже имеющихся характеристик обращения самой ценной бумаги. (например, чем выше ликвидность, тем меньше риск)

$$r_d = r_f + \text{спред},$$

где:

r_f - безрисковая ставка (обычно ставка долгосрочных государственных облигаций);

спред – премия за кредитный риск.

Организационное развитие в системе управления рисками и стоимостью

организационное развитие

полномочия подразделений и должностных лиц

функций подразделений и должностных лиц

бизнес – процессы

уровни управления

критерии оптимального распределения функций и полномочий

этапы оптимизации управления

Организационное развитие связано в первую очередь с внутренней системой управления и не выходит за рамки отдельного юридического лица. **Организационное развитие** можно охарактеризовать как систему совершенствования внутреннего управления, т.е. внутренней среды функционирования хозяйствующего субъекта (схема 1). Организационное развитие и корпоративное управление объединяет деятельность органов управления компании – общее собрание акционеров, совет директоров (ключевое объединяющее звено) и исполнительные органы хозяйствующего субъекта.

Основными понятиями организационного развития являются полномочия подразделений и должностных лиц, их функций, а также бизнес – процессы. Рассмотрим их более детально для определения степени влияния их на внутреннюю среду функционирования хозяйствующего субъекта.

Полномочия – это официально предоставленное право выполнять функции и нести за это ответственность.

В свою очередь **функция** – это вид деятельности, которое осуществляет подразделение в организационной структуре.

Бизнес – процесс – это совокупность взаимосвязанных и взаимодействующих видов деятельности и операций, преобразующих входы в выходы для достижения желательных результатов.

Основное назначение организационного развития состоит в поддержании сбалансированного и непротиворечивого состояния системы управления, оптимального соотношения функциональных и процессных подходов. Для этого необходимо выполнение следующих функций.

1. Разработка, согласование и утверждению целей и направлений развития системы управления компании в целом и отдельных функциональных и структурных подразделений.
2. Координация и выполнение работ по разработке и внедрению современных технологий и методологии управленческой деятельности, анализ эффективности управленческой деятельности, качества управленческих решений.
3. Организация работ по моделированию системы управления, описанию и совершенствованию бизнес-процессов управления.
4. Совершенствование организационных и функциональных структур, управление структурными преобразованиями.
5. Планирование и координация работ по развитию нормативно-методической базы управления.
6. Сопровождение отдельных проектов реструктуризации и совершенствования управленческой деятельности, координация работ, проводимых функциональными и структурными подразделениями в области совершенствования системы управления и бизнес-процессов управления.

В рамках направления деятельности по разработке, согласованию, утверждению целей и направлений развития системы управления выполняются следующие функции:

- Организация разработки и реализации политики и программ организационного развития – функций, полномочий, структур, бизнес – процессов, стандартов.

- Разработка модели развития системы управления, оптимизации управленческой деятельности, состава видов деятельности (основные, вспомогательные, обслуживающие), соотношения централизации и децентрализации в управлении.

- Выработка согласованных решений по выбору альтернатив разработанных моделей корпоративного управления, организационных структур.

В рамках направления деятельности по координации и выполнению работ по разработке и внедрению современных технологий и методологии управленческой деятельности, анализу эффективности управленческой деятельности, качества принятия управленческих решений и их исполнения выполняются следующие функции:

- Анализ адекватности функций, структур и процессов критериям и показателям эффективности. Сравнительный анализ системы управления Компании, российских и зарубежных аналогов. Подбор и адаптация управленческих технологий. Методологическое обеспечение управления.

- Разработка методологии оптимизации функций, полномочий, ответственности, прав и обязанностей руководителей; звенности управления, управленческих компетенций, организационной структуры и эффективности управленческого персонала.

- Инициирование, согласование целей и анализ результатов проектов автоматизации управленческой деятельности.

- Разработка и внедрение методологии анализа управленческих последствий структурных преобразований.

В рамках направления деятельности по моделированию системы управления, описанию и совершенствованию бизнес-процессов управления:

- Описание, регламентация и оптимизация бизнес - процессов управления (стратегических, основных и вспомогательных).

- Создание единой базы бизнес – процессов управления (описание, стандарты, оптимизация, регламенты, процедуры, положения, организационно - распорядительные документы).

- Разработка, идентификация и эксплуатация моделей систем управления, инициирование внедрения соответствующих информационных систем.

- Поиск, изучение и адаптация опыта создания и применения различных классов управленческих моделей, как инструмента принятия управленческих решений.

- Своевременное доведение информации о целях и этапах проектов совершенствования системы управления до функциональных и структурных подразделений и управленческого персонала.

В рамках направления деятельности по совершенствованию организационных и функциональных структур, управлению структурными преобразованиями выполняются следующие функции:

- Формирование и утверждение организационной структуры.

- Инициирование и экспертиза предложений по совершенствованию системы управления, бизнес-процессов, взаимодействий между структурными элементами и уровнями управления, распределению полномочий и ответственности.

- Управление проектами структурных преобразований (локальных и корпоративных), приемка работ по подготовке проектов преобразований, выполнение функций заказчика по отношению к консультантам в области совершенствования системы управления.

- Организация системы планирования деятельности и оценки управленческого персонала, структурных и функциональных подразделений.

- Формирование требований к управленческому персоналу и стандартов управленческих компетенций, разработка и внедрение средств оценки эффективности управленческого персонала.

- Участие в разработке программ по менеджменту качества (в том числе ИСО в управлении).

- В рамках информационного обеспечения принятия управленческих решений, формирование требований к управленческому учету и отчетности, соответствующим информационным системам.

- Контроль соответствия Положений о подразделениях и должностных инструкций руководителей, специалистов и служащих установленным стандартам. Мониторинг и анализ использования регламентов и процедур. Контроль соответствия фактически исполняемых подразделением функций содержанию соответствующих Положений.

В рамках направления деятельности по планированию и координации работ по развитию нормативно-методической базы управления выполняются следующие функции:

- Создание единой нормативной базы управления (описание, стандарты, оптимизация, регламенты, процедуры, положения, организационно - распорядительные документы).

- Обеспечение полноты и непротиворечивости нормативно-методической базы.

- Рассмотрение и экспертная оценка нормативных документов, регламентирующих деятельность элементов системы управления Заполярного филиала (положения об органах управления, положения о подразделениях, стандарты, информационный обмен, регламенты, описывающие текущую и проектную деятельность).

- Создание и поддержание управленческих баз данных.

- Координация работ функциональных управлений и структурных подразделений по развитию нормативной базы управления.

В рамках направления деятельности по сопровождению отдельных проектов реструктуризации и совершенствования управленческой деятельности, координации работ, проводимых функциональными и структурными подразделениями в области совершенствования управления и бизнес-процессов выполняются следующие функции:

- Распространение и тиражирование опыта передовых структурных подразделений, управление проектами по повышению эффективности, затрагивающими несколько структурных подразделений.

- Координация деятельности подразделений Заполярного филиала на этапах разработки и реализации проектов, связанных с реструктуризацией, реорганизацией, структурными изменениями бизнес – процессов.

- Разработка методологии и регламента реорганизации, в т.ч. выделения видов деятельности и подразделений. Содействие в постановке менеджмента в выделяемых структурах.

- Мониторинг и анализ результатов реализации проектов реструктуризации и совершенствования управленческой деятельности.

Обычной практикой стало создание специальных подразделений организационного развития, которые выполняют перечисленные выше функции и поддерживают систему управления в оптимальном состоянии.

В большинстве крупных компаний присутствуют три **уровня управления**:

1. Корпоративный центр, играющий роль стратегического центра власти, а также организатора межотраслевых и экстерриториальных связей и процессов.

2. Территориальные производственные дивизионы, управляемые региональными управляющими комплексами.

3. Локальные производственные единицы, отвечающие за выполнение производственных программ в рамках заданных условий деятельности.

В связи с этим особое значение приобретает правильность распределения функций и полномочий между этими уровнями, а также организация взаимодействия между ними.

Критериями оптимального распределения функций и полномочий являются:

1. Охват всего набора функций, необходимых Компании для выполнения поставленных стратегических, оперативных и текущих задач, достижения целевых показателей деятельности.
2. Обеспечение целостности, системности, непротиворечивости и гибкости управленческого механизма. Гарантия управляемости и контроля. Устойчивость к возмущениям внутренней и внешней среды.
3. Правильное соотношение централизации и децентрализации, адекватный уровень делегирования.
4. Отсутствие дублирования, параллелизма, размывания и разрывов ответственности. Четкое структурирование центров ответственности.
5. Рациональный документооборот, разумное число согласований и визирований, недопущение искажений и затуханий управленческих сигналов, правильное использование управленческого времени, рациональная загрузка руководителей, оптимальное соотношение обоснованности и скорости управленческих решений.
6. Возможность объективного разрешения потенциальных конфликтов интересов между внутренними заказчиками, пользователями и подрядчиками управленческих функций и решений («управленческий арбитраж»).
7. Возможность построения оптимальной организационной структуры с точки зрения уровней иерархии, количества подразделений и их руководителей, рациональности затрат на управленческий персонал.
8. Создание основы для эффективных бизнес – процессов и механизмов административного и функционального взаимодействия. Привязка функций к бизнес-процессам, недвусмысленное определение «владельцев» бизнес-процессов.
9. Равенство прав и обязанностей, полномочий и ответственности. Построение базы для контроля выполнения функций, оценки Компании в целом, подразделений и их руководителей.
10. Возможности для стандартизации и унификации управления, внедрения информационных технологий.
11. Относительная независимость от человеческого фактора.
12. Понятность и прозрачность для менеджеров.
13. Разумное географическое распределение.

Наиболее наглядное представление о роли корпоративного центра дает известная матрица McKinsey & Co (таблица 1):

Распределение управленческих функций и организация бизнес – процессов, отвечающие указанным критериям, позволяют охватывать:

- все этапы стандартного управленческого цикла: анализ, планирование, организация работ и администрирование, контроль исполнения, отчетность;
 - все виды управленческой деятельности: разработка методологии и нормативной базы, аналитика, регламентная и управленческая отчетность, оперативная работа (организация собственных работ и бизнес-процессов, координация межфункциональных процессов, участие в работах других блоков, контроль исполнения);
 - все уровни полномочий: подготовка предложений и проектов концепций, приоритетных задач, программ, планов, лимитов, норм и нормативов, целевых показателей, стандартов, отчетов, нормативно-методических и организационно - распорядительных документов; и/или экспертиза и согласование указанных документов и решений; и/или самостоятельное утверждение указанных документов и решений;
 - все приоритетные задачи и целевые показатели («дерево целей»), утвержденные органами управления Компании;
 - все элементы управления рисками: выявление и измерение рисков; инструменты и процедуры интегрированного и отдельного управления рисками; независимый контроль.
- Типичными недостатками систем управления обычно являются:

1. Дублирование функций по линии корпоративный центр – региональные дивизионы – локальные производственные площадки.
2. Излишняя централизация текущих функций в корпоративном центре.
3. Недостаточный уровень делегирования полномочий на места.
4. Низкая интенсивность горизонтальных связей.
5. Отсутствие единого подхода к понятию «функциональная» подчиненность, размытые грани между административным и функциональным подчинением.
6. Недостаточная прозрачность систем, процессов, критериев и показателей оценки.
7. Длительные и избыточные процедуры согласований и визирований.
8. Отсутствие единых управленческих стандартов.
9. Нерациональное использование времени части высокооплачиваемых и высококвалифицированных менеджеров.
10. Размытая ответственность за результат выполнения ряда функций.
11. Недостаточное использование возможностей аутсорсинга.
12. Избыточные затраты на выполнение ряда функций.

В целях недопущения указанных недостатков необходимо четко определять целевое состояние системы управления и обеспечивать преобразование действующей системы управления в направлении к целевому. Для этого проводятся программы оптимизации управленческой деятельности. Центральное место в них занимают вопросы обоснования функций и правильного определения управленческой роли руководителей различных уровней.

Обоснование предложений по изменению функций и организационной структуры Блока, функционального или структурного подразделения:

1. Краткое описание изменения функций (выявление новых, расширение существующих, ликвидация, перераспределение функций) (таблица 2).
2. Предлагаемые организационные изменения (таблица 3)
3. Обоснование и ожидаемые эффекты от изменения функций и организационной структуры (текстовое пояснение, ожидаемые количественные и качественные улучшения)
4. Тип организационных изменений:
 - Группа А: разделение, выделение, создание, преобразование, ликвидация и переподчинение филиалов и подразделений.
 - Группа Б: разделение, выделение, создание, преобразование, ликвидация и переподчинение подразделений.
 - Группа В: внутрискруктурные изменения.
5. Изменения численности и штатного расписания:

5.1. Изменения численности (таблица 4)

Количество руководителей (Заместитель Директора Компании, начальник управления (НУ), заместитель начальника управления (ЗНУ), начальник отдела (НО), заместитель начальника отдела (ЗНО), главный специалист (ГС), начальник бюро, сектора (НБ)) увеличилось /уменьшилось на - _____ чел.

в т.ч. за счет изменения численности:

- заместитель Директора Компании (было/стало) – ...
- начальник управления (было/стало) – ...
- заместитель начальника управления (было/стало) – ...
- начальник отдела (было/стало) – ...
- заместитель начальника отдела (было/стало) – ...
- главный специалист (было/стало) – ...
- начальник бюро, сектора (было/стало) – ...

5.2. Изменения штатного расписания (таблица 5)

5.3. Оценочное изменение дополнительных расходов (включая ФЗП, АХР) в варианте предлагаемых изменений.

Формируется своего рода «паспорт» управленческой должности. Ниже описаны основные элементы описания управленческой позиции и звена управления.

1. Цели, ожидаемые результаты, критерии эффективности деятельности, управленческие продукты руководителя и подразделения. Качественные и количественные результаты, которые могут быть достигнуты в деятельности Компании, структурных и функциональных подразделений, отдельных руководителей благодаря исполнению или изменению функций, полномочий и ответственности руководителя. Описание его «идеальной» управленческой роли с точки зрения баланса интересов Компании (приоритет) и подразделения. При этом определяется специфика трех типов подразделений – функциональных, выполняющих управленческие (штабные) функции; структурных, производящих товары, работы, услуги; и проектных, управляющих инвестиционными, информационными или управленческими проектами.
2. Ограничители деятельности подразделения и руководителя:
 - Производственная устойчивость
 - Планы производства, себестоимость, затраты, бюджет
 - Аварийность, промышленная безопасность, травматизм, дисциплина труда
 - Экология
 - Социальная обстановка
 - Степень прозрачности системы управления
 - Уровень дублирования управленческих функций
 - Качество взаимодействия различных уровней управления
 - Имеющиеся разрывы в бизнес – процессах
 - Результативность использования управленческого времени
 - Прочее

Фиксируется достигнутый уровень в деятельности руководителя, относительно которого должен измеряться ожидаемый эффект от совершенствования системы управления в сравнении с «идеальным» состоянием; приводятся необходимые статистические данные, качественные характеристики, указываются достоинства и недостатки существующей ситуации.

3. Риски и издержки изменения управленческой роли. Управление рисками на уровне локальной управленческой позиции. Предыдущий позитивный и негативный. Опыт других компаний.

Дается экспертная оценка возможных затрат, рисков и негативных последствий от изменения существующей ситуации, перераспределения функций и полномочий; предлагаются пути минимизации рисков организационных изменений.

4. Функции и полномочия руководителя. Источник информации – законодательство, действующая внутренняя нормативная база, сложившаяся практика, экспертное мнение, примеры из практики прошлых лет и других компаний. Варианты формулировок: инициирование и подготовка проектов управленческих решений, экспертиза и согласование управленческих решений, планов, норм, нормативов, лимитов; самостоятельное принятие управленческих решений; планирование; контроль; отчетность, утверждение отчетов, планов, нормативных и организационно – распорядительных документов; формулирование характера функций и действия, уровня полномочий. Ниже мы приведем наиболее полное, на наш взгляд, описание управленческих функций как компании в целом, так и ее отдельных подразделений:
 - Стратегия компании, общие и отраслевые концепции, портфель бизнеса и активов, отраслевые и функциональные концепции и политики. Обеспечение деятельности органов управления Компании.

- Маркетинг, сбыт, коммерция, взаимоотношения с клиентами, потребителями, партнерами.
 - Производство в целом и по переделам, технологические показатели, нормы и нормативы, система технического контроля и приемки продукции.
 - Эксплуатация и ремонт основных фондов, взаимоотношения с внутренними и внешними подрядчиками по техническому обслуживанию и ремонтам.
 - Производственное и научно-техническое развитие: модернизация, реконструкция, капитальное строительство, инвестиции, проекты, НИР, ПИР, информационные технологии, приобретение активов.
 - Управление качеством.
 - Материально-техническое обеспечение по этапам МТО и типам МТР, остатки МТР, логистика, взаимоотношения с поставщиками и подрядчиками, транспорт, складское хозяйство.
 - Обеспечение ТЭР, развитие ТЭК
 - Бюджетирование по этапам и элементам бюджетов, управление затратами, ценообразование, лимиты. Экономика, оценка показателей деятельности Компании и подразделений, производственно-экономический баланс.
 - Корпоративное управление, работа с акционерами и инвесторами, работа с ДЗО, раскрытие информации.
 - Распоряжение имуществом.
 - Бухучет, налогообложение, отчетность.
 - Финансы, денежные потоки, ликвидность.
 - Система управления, организационная структура, проекты реструктуризации, оптимизация производственной и управленческой деятельности, нормативная база управления и стандарты управления.
 - Управление персоналом, штатное расписание, подбор, найм, развитие, движение, увольнение, мотивация, обучение, аттестация, социальные программы, работа с коллективом и его представителями, кадровая номенклатура.
 - Промышленная безопасность и охрана труда.
 - Экология.
 - АСУП, АСУТП, ИТ, телекоммуникации и связь.
 - Экономическая безопасность и режим.
 - Правовое обеспечение.
 - Внутренний контроль, контрольно-аналитическая деятельность. Контрольно-ревизионная деятельность. Управленческая отчетность, достоверность и своевременность информации.
 - Управление рисками внешней и внутренней среды функционирования.
 - Выполнение градообразующих функций, взаимодействие с федеральными и местными органами власти. Связи с бизнес – сообществом. Связи с общественностью и СМИ.
5. Показатели оценки и премирования руководителя и подразделения - набор количественных и качественных показателей, которые должны учитываться при оценке деятельности:
- Показатели производственной программы (объемы и структура производимой продукции, работ, услуг, показатели качества).
 - Себестоимость, затраты, бюджет.
 - Производственная безопасность, охрана труда.
 - Экология.
 - Показатели проектов.
 - Корпоративная культура.

6. Ответственность руководителя - указываются возможные последствия лично для руководителя в связи с ненадлежащим выполнением должностных обязанностей, дается их качественная и количественная оценка
- Персональная перед собственником и вышестоящим руководителем
 - Административная
 - Материальная
 - Уголовная
7. Управленческая информация - качественные и количественные, финансовые и нефинансовые, последующие и упреждающие показатели, необходимые руководителю и подразделению для выполнения поставленных задач, а также передаваемые вышестоящим звеньям для целей аналитики, планирования, оперативного управления и контроля в установленных форматах и периодичности. Система управленческой отчетности.
8. Квалификационные требования к руководителю - перечень характеристик и оценка по основным группам знаний, умений, навыков и опыта:
- Профессиональные
 - Управленческие
 - Лидерские
 - Личностные
9. Регламентация деятельности - положениях нормативно-методические, организационно-распорядительные и иные документах, где фиксируются вышеперечисленные характеристики, действующие внутренние нормативные документы и краткое описание возможных изменений, даются рекомендации по разработке недостающих нормативно - методических и организационно-распорядительных документов:
- Положение о структурном подразделении
 - Положение о функциональных управлениях
 - Типовой контракт с руководителем
 - Организационная структура
 - Регламент взаимодействия подразделений
 - Регламент производственного планирования
 - Бюджетный регламент, внутренний хозяйственный механизм и хозрасчет
 - Регламент МТС, движения и списания ценностей
 - Регламент договорной работы
 - Регламент инвестиционных проектов
 - Регламент оценки и премирования
 - Регламент контрольно - ревизионной деятельности
 - Регламенты приема, движения, увольнения, оплаты труда, кадровая номенклатура
 - Регламент документооборота и делопроизводства
 - Регламент по прогнозированию и анализу рисков деятельности Компании
 - Формы доверенностей.

Необходимо определить, в какой степени управленческий статус руководителей унифицирован, сформировать целевые категории руководителей по родственным признакам в целях оптимизации их деятельности. По каждому подразделению и руководителю следует разработать программу и бюджет развития. В случае проведения программ оптимизации управленческой деятельности (например, по изменению полномочий, переналадке бизнес-процессов) целесообразно выделить несколько пилотных подразделений для проведения управленческих экспериментов, а затем уже тиражировать положительный опыт.

Система управления не может не меняться вслед за изменениями условий работы компании, изменением стратегии, внедрением инноваций. Поэтому остановимся на вопросах технология совершенствования (оптимизации) управленческой деятельности.

Задача состоит в снижении совокупных издержек через снижение издержек на осуществление управленческой деятельности и концентрации усилий управленческого персонала на выполнении своих непосредственных обязанностей и развитии. Непосредственно экономический эффект возникает за счет устранения ненужной деятельности, снижения трудоемкости, специализации и укрупнения, оптимального перераспределения объемов (или реструктуризации).

Работы по совершенствованию системы управления предприятия можно разделить на перспективные, направленные на создание системы постоянного совершенствования (комплексное моделирование системы управления и принятие обоснованных решений о реструктуризации, возможный реинжиниринг и пр.) и оперативные (локальные), направленные на быстрое достижение измеримых результатов.

Этапы оптимизации управления:

1. Подготовительный.

На подготовительном этапе определяются функциональные и организационные рамки проекта, формируется команда (рабочая группа) из работников структурных и функциональных подразделений, ставятся цели и утверждаются задачи, разрабатываются и утверждаются методики, проводится обучение, определяются целевые группы для диагностики, утверждаются необходимые организационно-распорядительные документы.

2. Диагностика.

Параллельно выполняются два процесса: анкетирование и интервью руководителей разных уровней с одной стороны и сбор экономической и управленческой информации с другой. В рамках сбора управленческой информации проводится анализ системы управления лучших в отрасли предприятий.

На примере анализа управленческого документооборота можно показать зоны диагностики:

- Список заполняемых (создаваемых) категорий документов Вами или Вашим подразделением с указанием количества в месяц и получателя. Оценка трудоемкости (час/мес.) по каждой категории.
- Для 5-10 наиболее трудоемких документов расшифровка технологии создания (заполнения) с указанием трудоемкости этапов.
- Список запрашиваемых Вами или Вашим подразделением документов с указанием усредненной частоты запросов, исполнителей, целей, трудоемкости обработки и анализа. Какие управленческие решения принимаются на основе полученной информации.
- Для 5-10 наиболее трудоемких в обработке категорий, расшифровка технологии (анализа) с указанием трудоемкости этапов.
- Экспертное мнение о соответствии полномочий выполняемым обязанностям и уровню ответственности.
- Наиболее значимые, на Ваш взгляд, помехи Вашей деятельности и резервы повышения эффективности организации в целом.

После обработки результатов анкетирования, проводятся серии интервью с целью уточнения вызывающих сомнения результатов анкетирования и сбора трудно формализуемой информации.

На основании экономической информации уточняется и утверждается порядок расчета измерителей результатов проекта.

3. Анализ и выработка решений.

Анализ бизнес-процессов и продуктов системы управления. Определение цепочек создания ценности и возможностей снижения издержек на создание ценности. Анализируются результаты диагностики на применимость следующих решений:

1. Ликвидация ненужной деятельности (снижения объемов получаемого продукта). Для анализа применимости разрабатывается схема создания ценности. Сопоставляется ценность с издержками на получение. Если результаты используются вне данного подразделения, проводится соответствующий анализ по другим структурным звеньям – потребителям управленческого продукта (например, отчетов). Пользователям результата предлагаются варианты: упрощение, увеличение периодичности, отказ или изменение источников, перенос издержек на получение результата на бюджет соответствующего подразделения.

2. Снижение трудоемкости на получение результата (продукта). Анализируется возможность автоматизации процесса или упрощения элементов (применение шаблонов, удобство форм, обустройство рабочего места и т.д.) При необходимости производятся замеры времени и сравнение с результатами коллег (внутренний бенчмаркинг).

3. Передача деятельности на «управленческий аутсорсинг» (управленческая специализация). Анализируется эффективность аутсорсинга различных уровней – в пределах подразделения, передача функций вместе с ресурсами, в рамках компании, в рамках корпоративной структуры, передача независимому подрядчику.

4. Реструктуризация (изменения в системе управления, передача объемов производства товаров, работ, услуг, управленческих операций специализированным подразделениям с одновременной реорганизацией). Проводится на основе сравнения с лучшими в отрасли системами управления (внешний бенчмаркинг) и экономическим анализом видов деятельности.

Определяются измерители оптимизации - экономические показатели деятельности предприятия – удельные издержки на единицу готовой продукции, производительность труда, производительность капитала, прямой экономический эффект от структурных преобразований; снижение издержек на содержание аппарата управления (доля управленческих издержек в себестоимости готовой продукции); удовлетворенность работников (результаты опросов); повышение качества или снижение сроков принятия управленческих решений; ускорение бизнес – процессов, отдельных операций и пр.

4. Внедрение решений.

Внедрение – часть предложений, требующая инвестиций или изменения функционала, выносятся на соответствующие органы управления, остальные – согласуются пакетом или внедряются без согласования на усмотрение руководителя проекта и директора предприятия.

Итак, «волны» оптимизации – «естественный» процесс для компании. Они включают: изменение порядков, регламентов показателей на уровне отдельного подразделения; перераспределение функций и полномочий между подразделениями; изменения организационной структуры (создание, ликвидация, объединение, разделение подразделений); переналадку бизнес-процессов; преобразование подразделений в дочерние общества и сохранением контроля; передачу функций на аутсорсинг; продажу подразделений как имущественных комплексов; преобразование подразделений в самостоятельные юридические лица и продажа независимым инвесторам.

Схема 1. Система управления компанией

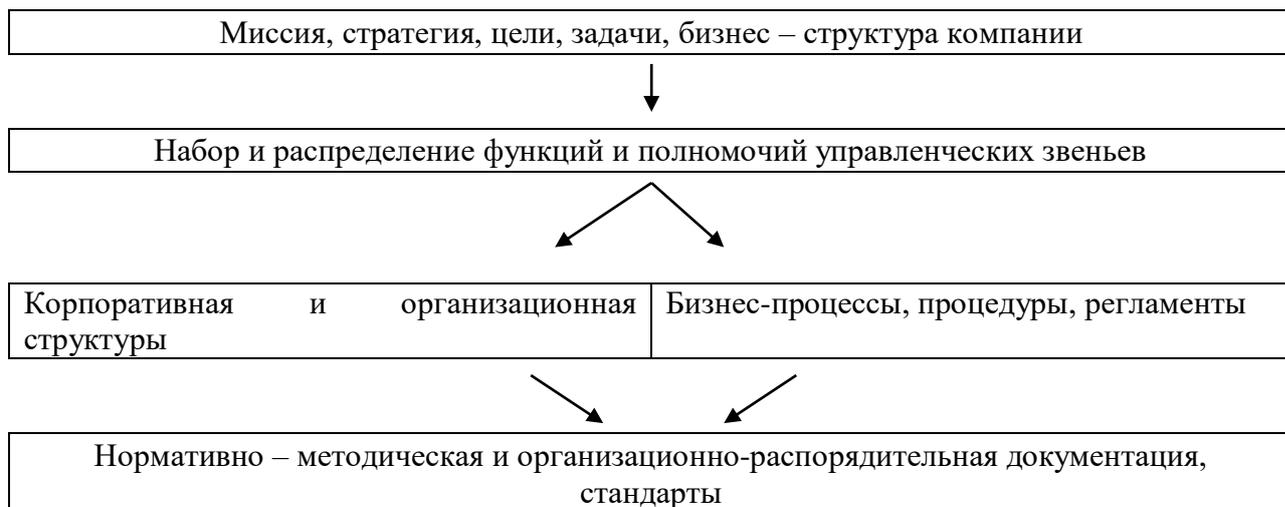


	Таблица 1. Модель роли корпоративного центра (McKinsey & Co.)			
	Оператор	Стратегический контролер	Стратегический архитектор	Финансовый инвестор
Степень интеграции направлений бизнеса	Единственное направление деятельности	Совместно используемые подразделения	Совместно используемые компетенции	Автономия
Типичный бизнес-портфель	Одно основное направление деятельности	Два – три тесно связанных направления деятельности	Взаимосвязанные но независимые финансово направления деятельности	Множество слабо связанных направлений деятельности
Главный разработчик стратегий принятия решений	Центр	Центр + подразделения, контролирующие бизнес-направления	Руководство БЕ в рамках ограничений со стороны Центра	Руководство БЕ
Цели деятельности бизнес-единиц	Обособленные БЕ отсутствуют, цели деятельности ставятся подразделениям – операционные	Стратегические и финансовые цели от Центра по всем горизонтам планирования	Стратегические долгосрочные цели от Центра Оперативные – менеджментом БЕ	Финансовые среднесрочные от Центра
Вмешательство центра в деятельность БЕ	Сильное, вплоть до оперативного управления	Среднее, на уровне ограничений для подразделений БЕ	Слабое, на уровне ограничений для руководства БЕ	Купить / продать

БЕ - объекты управления Центром в составе корпорации	Интегрированная цепочка создания added value	Обеспечивающие производства и службы обеспечения инфраструктуры	Непрофильные производства, объекты социального обеспечения	Проекты, венчуры, НИОКР, фонды
---	--	---	--	--------------------------------

Таблица 2. Описание изменения функций

Функции	Подразделение и/или внешний подрядчик, выполняющее функцию в настоящее время	Подразделение или внешний подрядчик, которому передается функция для выполнения	Примечание (суть изменений: выявление новых, расширение существующих, ликвидация, перераспределение функций)

Инструмент оптимизации учета затрат на персонал.

аутстаффинг (outstaffing)

выведение персонала за штат компании

договор возмездного оказания услуг

гражданский правовой договор

срочный трудовой договор

ФОТ – фонд оплаты труда

В современной бизнес-практике все чаще применяется инструмент позволяющий перенести часть затрат **фонда оплаты труда** на другие статьи расхода, изменив показатели рассчитываемые на одного сотрудника (прибыль, выработка) — практика **выведения персонала за штат компании (аутстаффинг)**. Сотрудники зачисляются в штат специализированного агентства, продолжая выполнять работу в прежней компании (рис. 1).

Юридически агентство становится формальным работодателем и берет на себя полную ответственность за сотрудников: ведение кадрового делопроизводства и бухгалтерии, выплату заработной платы, налогов, социальное и медицинское страхование, оформление отпусков, командировок, премий, улаживание трудовых споров. Агентство направляет принятых в штат сотрудников для выполнения означенных работ в компанию-клиент. Фактически в работе сотрудников ничего не изменяется. Они остаются на своих рабочих местах. Их трудовые книжки и другие документы находятся у формального работодателя – агентства. С ним они находятся в трудовых отношениях и решают все юридические и административные вопросы.

Выведение персонала из штата компании (аутстаффинг) позволяет увеличивать фактическое число сотрудников организации без изменения численности персонала в штате.

Использование аутстаффинга заимствовано из западной бизнес-практики. Появилась она около 40 лет назад, и превратилась в общепринятую практику в 1990–х годах. По данным Американской администрации малого бизнеса, к концу 2004 года порядка 80% всех малых и средних компаний в США вывели своих сотрудников за штат. Причиной явилось усложнение американского трудового законодательства, утяжелившего работу служб персонала.

В России аутстаффинг стал использоваться после дефолта 1998 года. Те иностранные компании, которые сохранили свои представительства в России стремились снизить затраты любыми возможными способами. Тогда же российский бизнес нашел способ исключить из бухгалтерских балансов значительную часть ФОТ (фонда оплаты труда). Применялась схожая с аутстаффингом практика, но имеющая значительные юридические риски. Компании создавали собственные дочерние фирмы и переводили туда всех (или почти всех) работающих по найму. Отчетность дочерней структуры становилась убыточной, но это облегчало налоговое бремя материнской компании.

При аутстаффинге роль дочерней структуры выполняется профессиональным агентством, оказывая возмездную услугу для фирмы клиента.

Аутстаффинг применяется, если компания хочет:

- 1) Снизить издержки. Экономия достигается за счет того, что после выведения сотрудников за штат компания может сократить количество бухгалтеров, занимавшихся расчетом заработной платы и соответствующих налогов.
- 2) Повысить инвестиционную привлекательность компании. При снижении количества официально работающих сотрудников в компании улучшаются все показатели, рассчитываемые на одного сотрудника, такие как прибыль или продажи. Также надо

учитывать, что компания перекладывает риски связанные с содержанием персонала на подрядчика.

Компания прибегает к выводу персонала за штат компании, в ситуациях, когда:

- имеет ограничения по численности персонала;
- намерена сократить штатную численность без потери квалифицированных кадров;
- планирует нанять работников в регионах, не открывая при этом представительств или филиалов;
- хочет нанять временных работников для реализации конкретного проекта без оформления их в штат;
- заинтересована в снижении административных расходов на ведение кадрового делопроизводства и бухгалтерского учета.

Используя аутстаффинг необходимо крайне внимательно отнестись к юридической стороне вопроса. Понятия аутстаффинга (вывода персонала за штат компании) в российском законодательстве отсутствует. Чтобы избежать снижения мотивации людей важна предварительная работа с персоналом и профсоюзами. При грамотном оформлении не происходит нарушений трудовых прав и законных интересов работника. Работодателем выступает профессиональное агентство, которое заключает с работником *срочный трудовой договор* или *гражданский правовой договор* в которых оговаривает заведомо определенную работу (рис. 2).

При заключении договора о выводе персонала за штат компании важнейшей частью является «заявка на работу». В этом документе, прилагающемся к договору, оговаривается вид услуг (работ), их объем, срок их предоставления. Здесь же могут быть указаны дополнительные требования компании, касающиеся условий оказания услуг (место, время суток, требования к квалификации сотрудников и другое).

Указанные ограничения ложатся в основу срочных трудовых договоров или гражданско-правовых договоров, которые агентство заключается с работниками. Все необходимые требования по квалификации и соответствию сотрудников выполняемым работам так же прописываются в договорах.

Бывает, что компания затрудняется точно определить период, в течение которого будут необходимы внештатные сотрудники. Тогда в договоре указывается обстоятельство, событие или действие, с наступлением которого будет связано окончание периода обслуживания. Обычно в договорах прописывается необходимость письменного извещения компанией-клиентом агентства о завершении работ – уведомление.

Сотрудники, выведенные за штат компании, находятся под непосредственным оперативным контролем компании, где производят работу. Исключением является то время, когда их работу контролирует прибывший представитель агентства, юридически являющийся их руководителем. Таковым человека внутри агентства чаще всего является координатор, закрепляемый за группой «направленных на работу сотрудников». В задачи координатора входит учет и контроль работы людей. Его присутствие на месте проведения работ определяется ситуативно. В любом случае, для эффективной работы и контроля компания-клиент без участия агентства ежедневно проверяет ход и качество выполняемых работ, поручая это своим уполномоченным работникам, и информирует агентство в случае возникновения обоснованных претензий.

Данный пункт очень важен, так как сотрудники, выведенные за штат, в трудовых отношения находятся с агентством, а не с компанией, в которой непосредственно работают. Все трудовые споры разрешаются с агентством, так как именно с ним, а не с компанией-заказчиком находится работник в трудовых отношениях.

Существует два критических фактора для успешности сотрудничества с агентством: его финансовая устойчивость и юридическая экспертиза, то есть чистота и грамотность кадрового документооборота.

Первый фактор, фактор финансовой стабильности - отсутствие у компании дебиторской задолженности, устойчивый и весомый денежный поток, является гарантом своевременной выплаты агентством всех платежей всем сотрудникам, находящимся у него «на книжках». Хотя в любом договоре о выводе персонала за штат компании оговариваются пени за просрочку перевода средств в счет заработных плат выведенных сотрудников, периодически случаются ситуации, когда агентство вынуждено кредитовать своего клиента, выплачивая заработную плату, и не имея возможности дожидаться запаздывающего перевода. Персонал, особенно низовых позиций: сотрудники цехов, торговых залов и т.п. крайне остро реагируют на задержку заработной платы. Компания рискует остаться без рабочих рук.

Второй фактор, правильность кадрового документооборота, грамотность юридической службы агентства гарантирует компаниям отсутствие проблем с проверяющими органами и отсутствие претензий, судебных исков со стороны работников. Должно присутствовать скорпуплезное соблюдение Трудового Кодекса, а также опыт успешного разрешения агентством возникающих конфликтов.

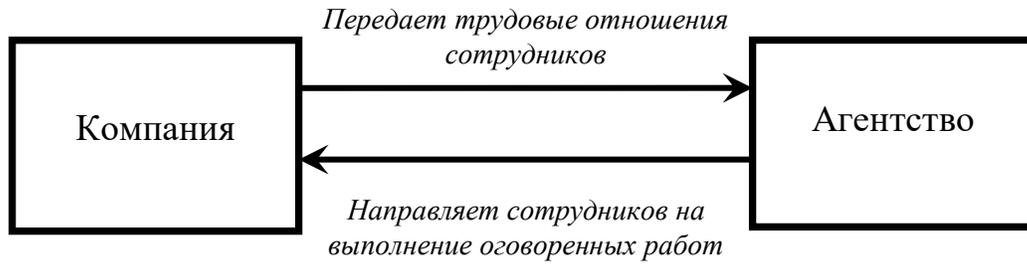
Стоит обратить внимание на портфель клиентов агентства. Важен опыт работы с компаниями конкретной отрасли, которой принадлежит будущий клиент. Необходимо так же учесть какое количество персонала принято «на книжки», то есть выведено за штат. В зависимости от отрасли существует специфика кадрового документооборота. К примеру, в ретейле будет большое количество персонала со сменным графиком, на производстве будут существовать другие нюансы начисления заработных плат: зависимость от разрядов, северные надбавки и т.д. Накопленная экспертиза позволит агентству не допускать ошибки по незнанию специфики отрасли. Специалисты агентства должны быть достаточно искушены и сведущи в специфике различных отраслей, иметь опыт администрирования выведенного персонала на разных территориях.

Таким образом только крупные агентства могут грамотно и безрисково предоставлять услугу по выводу персонала за штат компании.

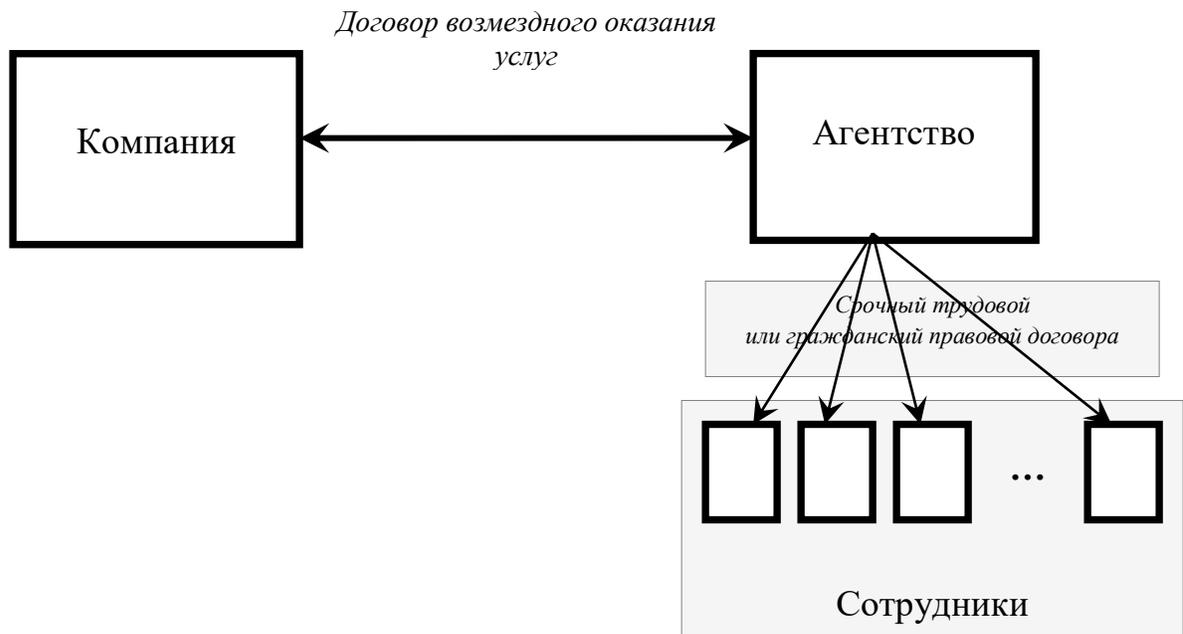
Внедряя инструмент вывода сотрудников за штат важно провести предварительную разъяснительную работу с коллективом работников. Обычно на практике убедившись, что ущемления их прав не происходит, люди успокаиваются. Не редки случаи, когда документооборот и соблюдение Трудового Кодекса значительно улучшается, так как агентства часто имеют большую экспертизу и большой опыт взаимодействия с контрольными органами и проверяющими инспекциями.

Главное преимущество, которое получает компании, выводя часть сотрудников за штат – сокращение прямых затрат, влияющих на себестоимость производимого продукта. Поскольку зарплата относится к категории прямых затрат, при использовании аутстаффинга эти затраты относятся к другой статье расходов (финансирование услуги). Таким образом, улучшаются показатели рассчитываемые на одного сотрудника, такие как прибыль или продажи.

Взаимодействие компании и агентства
при выводе персонала за штат



Юридическое оформление
выведения персонала за штат



Управление инвестиционной деятельностью – организационный аспект

*инвестиционная, операционная и финансовая деятельность
инвестиционный проект
определение границ и состава проекта
проектный подход в непроектной структуре компании
альтернатива проектному подходу - управление активами
мониторинг инвестиций*

При организации управления компанией принято разделять операционную, инвестиционную и финансовую деятельность.

Операционной деятельностью компании является создание стоимости продуктов и услуг в рамках текущих бизнесов.

Инвестиционная деятельность заключается в создании долгосрочных активов компании, преимущественно для операционной деятельности

Основные направления инвестиционной деятельности

- создание нового бизнеса
- расширение текущей деятельности
- создание конкурентных преимуществ, ведущих к росту стоимости продуктов/услуг.

Финансовая деятельность объединяет управление финансовыми ресурсами и укрупненно включает:

- привлечение необходимых финансовых ресурсов на рынке
- размещение свободных ресурсов в финансовые инструменты

Управление инвестициями осуществляется как управление проектами или управление активами – принятие решения как правило осуществляется на основе оценки создаваемой стоимости. Методы и показатели оценки эффективности инвестиций для целей принятия решения о начале нового проекта общеизвестны и описаны достаточно хорошо, так что нет необходимости повторять их здесь. Более сложной представляется задача построения комплексной системы управления инвестициями компании, обеспечивающей управление стоимостью бизнеса в целом. Такая система основана на комплексе процедур (рис.1.), охватывающих весь инвестиционный цикл – от предварительной оценки инвестиционных возможностей до перехода к эксплуатации созданных активов в рамках операционной (или иной) деятельности.

В управлении инвестициями в мировой и в отечественной практике широко распространен проектный подход, во многом благодаря наличию хорошо разработанной и широко известной методологии оценки инвестиционных проектов.

Основные характеристики **инвестиционного проекта** в рамках классического подхода :

- ограниченность во времени
- взаимосвязанность всех входящих работ и мероприятий
- объединение инвестиционной и эксплуатационной стадии
- единый результат всех мероприятий
- результат не зависит от других проектов

При построении системы управления инвестициями необходимо учитывать, что понятие инвестиционного проекта для крупной компании с большими объемами инвестиционной деятельности существенно отличается, например, от понимания банка, который имеет дело с инвестиционными проектами цели, состав мероприятий и границы которых определяются независимо (клиентами)

Определение границ и состава проекта является важнейшим управленческим решением в управлении инвестиционной деятельностью основе проектного подхода. В качестве

проекта можно рассматривать как открытие нового для компании направления бизнеса, так и строительство конкретного объекта (например, сетевого кафе). Укрупнение проектов приводит к объединению слабо связанных мероприятий, сильное дробление проектов делает их результаты зависимыми. Проект в рамках инвестиционной деятельности компании является организационной единицей, поэтому решение об определении проекта должно опираться на организационные требования:

Организационный уровень, на котором осуществляется управление проектами, определяет через объем полномочий предельно допустимое объединение мероприятий в проект. Полноценное внедрение проектного подхода требует включения в организационную структуру менеджеров проектов. При масштабном применении проектного подхода к управлению инвестициями возможно формирование иерархии проектных менеджеров с созданием соответствующей иерархии инвестиционных мероприятий (например целевая программа – проект – этап или инвестиционный объект). В этом случае необходимо решить вопрос о том, будет ли оценка эффективности осуществляться на одном из уровней или для каждого уровня будет предусмотрена собственная оценка. В последнем случае необходимо, чтобы оценка эффективности учитывала только факторы, контролируемые на соответствующем уровне управления.

Построение организационной структуры компании в целом на проектных принципах ведет к созданию проектной организации. Данный тип компаний в силу особых требований к специфике бизнеса не является доминирующим и поэтому реализация проектного подхода как правило осуществляется в структуре управления компании, построенной на иных принципах – как правило дивизиональной (или функциональной, для которой так же справедливо все изложенное ниже).

Проектный подход к управлению инвестициями в непроектной структуре компании приводит к возникновению ряда организационных проблем:

- Взаимосвязь целей проектов и дивизионов служб
- Соотношение полномочий проектных и дивизиональных менеджеров.
- Распределение ответственности на эксплуатационной стадии
- Материальное стимулирование

Значительную трудность представляет соотношение инвестиционной и операционной деятельности и оценка результатов. Поскольку отдача на сделанные вложения возникает в рамках операционной деятельности, от менеджеров инвестиционных проектов разумно требовать операционной эффективности созданных активов, однако операционная деятельность осуществляется в разрезе дивизионов. При обособлении дивизиональных и проектных менеджеров при переходе к эксплуатационной стадии возможен конфликт интересов так как недостаточная операционная эффективность может быть вызвана как недостаточным качеством актива, так и неэффективностью операционного управления.

Альтернатива проектному подходу - управление на базе активов. В функции дивизионального менеджера включается ответственность за эффективность инвестиций, а вся совокупность долгосрочных активов, находящихся в его распоряжении рассматривается как единый актив, максимизация стоимости которого является целью управления. Для выделения уровня, на котором осуществляется управление активами, справедливы все замечания, сделанные в отношении границ и состава проекта. Основные процедуры управления инвестициями (рис.1.) могут быть реализованы как при управлении инвестициями на основе проектов, так и на основе активов. Оба подхода ориентированы на управление стоимостью. Отличие данных подходов заключается в основном в объеме информации, принимаемой во внимание при планировании и оценке результатов. Достоинством данного подхода является объединение ответственности за создание новых активов и управление имеющимися – таким образом достигается комплексное управление стоимостью бизнеса и менеджеры стимулируются к достижению сбалансированных показателей инвестиционных и операционных расходов. К недостаткам подхода следует отнести

При любом из подходов необходимым элементом системы управления является **мониторинг инвестиций**, который представляет собой систему управленческой отчетности и процедур, обеспечивающих

- контроль за соблюдением утвержденных планов
- выявление необходимости решений по пересмотру проекта

Мониторинг на инвестиционной и эксплуатационной стадии имеет ряд отличий (рис.2.) связанных с разными задачами на данных этапах проекта

Мониторинг на инвестиционной стадии обеспечивает

- Контроль за соответствием параметров, находящихся в сфере контроля менеджеров утвержденным планам.
- Оценку влияния оптимизационных решений изменения внешних факторов (макрэкономика, конъюнктура) на эффективность инвестиций

Методика оценки эффективности принятая в компании должна учитывать потребности мониторинга – в том числе предусматривать пересчет показателей эффективности при изменении внешних параметров, обеспечивать оценку принятых решений постфактум, в том числе и сопоставление оценок эффективности, полученных в разные периоды времени (последнее обычно достигается путем согласованного пересчета оценок).

Мониторинг на эксплуатационной стадии дает оценку достижения запланированных результатов и, таким образом оправданности вложений. Как правило, отслеживается выход созданных активов на целевой уровень по ключевым показателям (проектная мощность, целевой уровень загрузки и т.п.) Для мониторинга обычно выбираются показатели, не зависящие от внешних факторов – в основном связанные с технологией работы. Выход на заданные уровни показателей и сохранение их значений в течение определенного времени показывает, что результаты проекта можно эксплуатировать так, как планировалось. Далее достижение максимального эффекта от их использования – задача операционной деятельности компании.

В завершение необходимо сказать, что при оптимизации системы управления инвестиционной деятельностью (рис.3.) необходимо придерживаться последовательности действий, учитывающей взаимосвязь процедур и обеспечивающей поэтапное улучшение эффективности управления.

Рис. 1 ПРОЦЕДУРЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ

Задачи

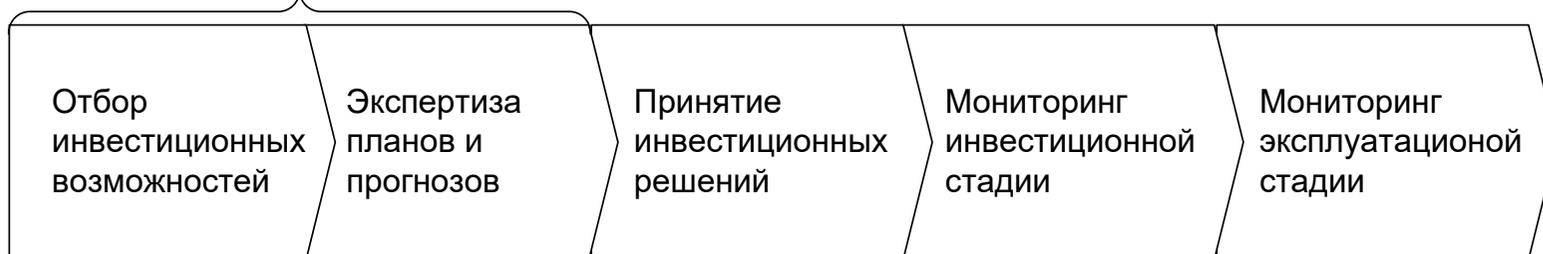
Формирование набора конкурентноспособных проектов для реализации

Оптимизация инвестиционного портфеля

Контроль реализации проекта

Оценка результатов

Процедуры



Оценка

- Факторы создания стоимости
- Соответствие стратегии
- Реалистичность допущений

- Экономическая эффективность
- Достоверность прогнозов
- Проработанность функциональных решений

- Сбалансированность портфеля
- Объем ресурсов
- Сравнительные преимущества отдельных предложений

- Изменения эффективности
- Соответствие планам

- Достижение результатов
- Причины отклонений от плана

Решения

- Целесообразность дальнейшей работы
- Ответственные за разработку планов

Планы и прогнозы

- Основа для дальнейших решений
- База для оценки результата

- Расходование средств на инвестиции

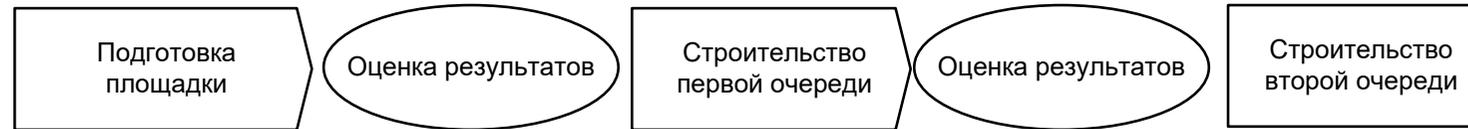
- Пересмотр планов

- Материальное стимулирование
- Пересмотр подходов к оценке

Рис. 2 МОНИТОРИНГ ИНВЕСТИЦИЙ

Инвестиционная стадия

Длительная инвестиционная стадия разбивается на несколько этапов



Переход к следующему этапу - управленческое решение, принимаемое по результатам оценки предыдущего



Эксплуатационная стадия

- Контролируются темпы достижения целевых операционных показателей
- Показатели проекта сравниваются с аналогами в компании или конкурентов

- Результат - выход на заданные показатели
- Дальнейшее управление осуществляется в рамках операционной деятельности

Период мониторинга эксплуатационной стадии определяется характером бизнеса

- Общий план/факт анализ, анализ отклонений
- Результаты анализа используются для совершенствования методик планирования и оценки

Рис. 3 ОСНОВНЫЕ ШАГИ ПО ОПТИМИЗАЦИИ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ



Секьюритизация активов как механизм управления стоимостью компании

Понятие секьюритизации

Цели секьюритизации

Классический механизм секьюритизации

Обязательные требования к активам

Инициатор

Функции Спецюрлица

Ценные бумаги, обеспеченные активами

Два способа передачи активов

Функции агента по обслуживанию

Функции обеспечителей

Функции рейтинговой компании

Функции андеррайтера

Наиболее распространенные виды секьюритизированных активов

Два основных подхода к распределению денежных поступлений от активов.

«Прямое распределение» (pass through)

«Косвенное распределение» (pay through).

Преимущества секьюритизации для инициатора

Преимущества секьюритизации для инвесторов

Термин «секьюритизация» впервые появился в колонке «Слухи со стрит» Wall Street Journal в 1977 году. Этот термин был введен главой ипотечного департамента инвестиционного банка Salomon Brothers Льюисом Раниери. В 1977 году Salomon Brothers выступил андеррайтером при продаже ипотечного кредита Bank of America. И когда репортёр газеты Wall Street Journal, написавший об этой сделке, обратился в компанию с вопросом о том, как можно назвать такую операцию, Раниери предложил назвать её секьюритизацией (от англ. security – уверенность, безопасность, гарантия, залог, а во множественном числе – ценные бумаги). В настоящее время секьюритизация активов активно используется в разных странах и сферах экономики (рисунок 1, таблица 1)

Секьюритизация - трансформация не ликвидных финансовых активов (прежде всего, кредитов) в ценные бумаги рынка капитала. **Цели секьюритизации** можно подразделить на две основные:

1. Мелкие малоликвидные активы, идентичные по характеру, срокам и доходности, объединяют в один пакет, и на их основе выпускают ценные бумаги, которые продают конечным инвесторам.
2. Это позволяет компании, во-первых, улучшить ликвидность и снизить процентный и кредитный риск, связанный с этими активами, и, во-вторых, получать дополнительный доход, продолжая обслуживать данные активы (займы), инкассировать проценты и платежи по основному долгу.

В общем виде **классический механизм секьюритизации** активов представляет собой технику финансирования, при которой финансовые активы списываются с баланса предприятия, отделяются от его остального имущества и передаются специально созданному посреднику, а затем рефинансируются посредством выпуска ценных бумаг. Таким образом, предприятие, владеющее портфелем непогашенных обязательств, может объединить их в один общий пакет (пул) и передать посреднику. Последний - в российской практике он называется **спецюрлицо**, в свою очередь, выпускает ценные бумаги, обеспеченные пулом активов, для реализации их конечным инвесторам.

Инициатор, лицо, располагающее активами, которые дают ему право на получение денежных выплат, объединяет их в пул. Как правило, активы подбираются в пул по принципу однородности. Однородность может достигаться за счёт объединения, например, обязательств с одинаковыми сроками, с выплатами по ним равных процентных

ставок и т.д. В роли инициатора может выступать как финансовый институт (например, коммерческий банк, инвестиционный фонд, финансовая компания, сберегательное учреждение), так и нефинансовая организация (например, торговая или промышленная компания, авиакомпания).

Для того чтобы сделать пул активов юридически самостоятельным и обособленным от инициатора, пул продаётся специально созданному для этих целей юридическому лицу (Спецюрлицу). Пул списывается с баланса инициатора и переходит на баланс Спецюрлица в качестве его единственного актива. Покупка Спецюрлицом активов финансируется за счёт выпуска им ценных бумаг, для последующего обслуживания которых используется поток платежей, порождаемый проданными активами. Эти ценные бумаги с учётом особой формы обеспечения по ним называют **ценными бумагами, обеспеченными активами**.

Функции Спецюрлица:

- покупка активов,
- эмиссия ценных бумаг, обеспеченных пулом активов,
- направление потока платежей, порождаемого приобретёнными активами, инвесторам.

Передача активов Спецюрлицу может осуществляться **двумя способами**. **Первый способ** заключается в передаче активов с соблюдением всех юридических формальностей, государственной регистрации и т. д. Таким образом, единственным собственником активов становится Спецюрлицо. **Второй способ** предполагает передачу активов Спецюрлицу в доверительную собственность. Таким образом, юридический титул объекта не передаётся и тем самым происходит только «частичная» переуступка прав. В этом случае составляется документ, в котором однозначно определяются передаваемые активы и который подписывают все заинтересованные стороны, после чего платежи по активам распределяются в соответствии с договором. При таком способе передачи на активы существует два различных права собственности: у инициатора (собственника активов) и SPV (доверительного собственника). В случае банкротства инициатора происходит передача титула, и уступка прав становится законченной. Такая упрощённая схема передачи активов является более распространённой в силу того, что позволяет избежать существенных временных и финансовых затрат.

Ценные бумаги размещаются среди **инвесторов**, которые приобретают право на получение процентов и возмещение общей стоимости купленных бумаг по окончании их срока. В роли инвесторов могут выступать как институциональные инвесторы, так и частные инвесторы. Однако из-за сложности таких схем финансирования и весьма больших объёмов покупателями ценных бумаг являются в основном институциональные инвесторы. При публичном размещении выпусков ценных бумаг, обеспеченных активами, наибольшие группы инвесторов представлены инвестиционными компаниями, банками, страховыми компаниями, публичными институтами и иными организациями. При частном размещении средне- и долгосрочных ценных бумаг среди приобретателей преобладают банки, инвестиционные фонды и страховые компании, в то время как в краткосрочные ценные бумаги, обеспеченные активами, преимущественно инвестируют фонды денежного рынка.

В схему секьюритизации кроме трех основных участников – инициатора, спецюрлица (посредника) и инвесторов также включены несколько дополнительных лиц. К ним относятся агент по обслуживанию, обеспечители, рейтинговая компания, андеррайтер

Функции агента по обслуживанию:

- сбор периодических взносов с первичных заёмщиков по кредитам, лежащим в основе пула;
- взыскание непогашенной задолженности;
- отражение операций в бухгалтерском учёте;
- контроль за состоянием денежных требований.

В роли агента по обслуживанию часто выступает сам инициатор, который получает комиссию за эти операции. Это объясняется тем, что инициатор лучше других знает своих клиентов и обладает преимуществом при наблюдении за кредитами и их администрировании.

В сделке по секьюритизации, как правило, участвуют **обеспечители** – стороны, которые обеспечивают повышение надёжности ценных бумаг, т.е. оказывают кредитную поддержку. В этой роли обычно выступают государственные агентства, банки и специализированные страховые компании.

Рейтинговая компания изучает риск вложений в долговые обязательства пула и в результате определяет рейтинг выпуска ценных бумаг. При этом кредитное качество выпущенных долговых обязательств оценивается на основе качества кредитной поддержки или на основе качества активов заёмщика, но не на основе финансовой устойчивости самого инициатора.

Андеррайтер обязуется купить выпуск ценных бумаг или его часть по заданной цене. Он выполняет функции оценки и поддержания цены на ценные бумаги, предоставляет необходимые маркетинговые, юридические консультации, участвует в структурировании сделки. Таким образом, андеррайтер берёт на себя риск размещения ценных бумаг среди инвесторов в обмен на плату. Теоретически, в том случае если проводится частное размещение, компания может не прибегать к услугам андеррайтера.

Существует два **обязательных требования к активам**, подлежащим секьюритизации:

1. денежный поток по активам в пуле должен быть прогнозируемым. Необходимо наличие полного объёма информации об активе, в частности исторических данных относительно исполнения заёмщиками своих обязательств;
2. активы должны быть юридически и технически отделены от инициатора.

Наиболее распространённые виды секьюритизированных активов (рисунок 2):

- ипотечные ценные бумаги, ценные бумаги выпущенные на основе пула закладных, составляют примерно от 50 до 60 % всех секьюритизированных активов (mortgage-backed securities / MBS)
- ценные бумаги, выпущенные на основе пула кредитов на покупку автомобилей – CARs (Certificates for Automobile Receivable)
- облигации для амортизации возобновляемого долга –CARDS (Certificates for Amortizing Revolving Debt). Эти облигации обеспечиваются поступлениями по кредитным карточкам
- ценные бумаги, обеспеченные пулом студенческих кредитов. Эти облигации обеспечиваются платежами по студенческим кредитам, взятым по получению образования
- ценные бумаги, обеспеченные коммерческими кредитами, в том числе и банковскими
- ценные бумаги, обеспеченные платежами по лизингу

Выделяют **два основных подхода к распределению денежных поступлений от активов** (таблица 2).

- «прямое распределение» (pass through)
- «косвенное распределение» (pay through, с управляемыми платежами).

В процессе осуществления **«прямого распределения»** Спецюрлицо играет посредническую роль между инициатором и инвесторами (рисунок 2). Спецюрлицо передаёт инвесторам денежные потоки, поступающие к нему от инициатора, без каких-либо изменений в сроках и объёмах. В качестве правовой формы Спецюрлица выбирается форма траста. Спецюрлицо учреждается как юридически обособленный комплекс и освобождается от налогообложения. Налогообложению подвергаются непосредственно сами инвесторы. Неизменность структуры потока платежей по срокам означает, что если, например, потоки платежей от заёмщиков в уплату процентов и суммы основного долга поступают к инициатору ежемесячно, то выплаты инвесторам по ценным бумагам прямого распределения также производятся ежемесячно.

Структура секьюритизации в случае подхода «*косвенное распределение*» или подход с управляемыми платежами (Pay - Through) предполагает, что поступающие от заёмщиков суммы сразу не передаются инвесторам (как это происходит в случае с ценными бумагами прямого распределения), а остаются в распоряжении Спецюрлица (рисунок 3). Спецюрлицо может перестраивать денежные потоки от пула, реинвестировать полученные средства, т.е. играть более активную роль в процессе секьюритизации, чем при прямом распределении.

Основным преимуществом ценных бумаг pay through заключается в том, что генерируемый покрытием поток платежей может быть видоизменён таким образом, чтобы получить возможность для выпуска долговых ценных бумаг с различными сроками и очередностью погашения. В этом случае учреждается хозяйственное общество в форме общества с ограниченной ответственностью либо в форме акционерного общества. Спецюрлицо является собственником имущества, что влечёт за собой налоговые последствия: доходы, полученные от распоряжения этим имуществом, подпадают под обложение подоходным налогом.

Изменение структуры потока платежей по срокам означает, что если, например, платежи должников поступают с периодичностью раз в месяц, то выплата процентов и суммы основного долга по ценным бумагам осуществляется раз в год или в полгода. При этом денежные средства до момента выплат инвестируются Спецюрлицом в заранее оговорённые инструменты денежного рынка или размещаются на депозитах в банках. Денежные суммы, вырученные в качестве процентов при инвестировании финансовых средств, могут в таком случае использоваться либо как обеспечение обязательств по ценным бумагам, либо возвращаться инициатору в виде дохода.

Преимущества секьюритизации для инициатора:

1. Расширение источников финансирования

В силу того, что при оценке кредитного качества ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, рейтинговые агентства исходят из качества активов в пуле, а не общего финансового состояния инициатора, условия финансирования не зависят от кредитного состояния инициатора.

2. Выполнение нормативов достаточности собственного капитала

Рост данного показателя достигается за счёт снижения величины активов: в результате вывода рискованных активов за баланс, уменьшается объём активов, взвешенных по степени риска, т.е. коэффициент достаточности капитала повышается.

3. Диверсификация кредитного риска, минимизация риска досрочного погашения

Проведение небалансовой секьюритизации позволяет распределить *кредитный риск* инициатора между самим инициатором, инвесторами и механизмами кредитной поддержки.

4. Повышение ликвидности активов

Секьюритизация позволяет высвободить часть активов, перевести их в реализуемую форму и получить деньги, которые инициатор может использовать для проведения текущих платежей или покупки других активов. Ценную бумагу достаточно просто купить или продать, так как процедура заключения сделки стандартизована и существуют зарекомендовавшие себя методы оценки стоимости ценных бумаг. В то время как продажа кредита или любого другого актива – достаточно трудная задача.

5. Снижение расходов на финансирование

Процент, выплачиваемый инвесторам при секьюритизации, как правило, меньше цены получения средств каким-либо другим образом: например, через эмиссию акций, облигаций или по банковской кредитной линии. Это связано с тем, что рейтинг ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, зависит, прежде всего, от качества активов в пуле, а не от надёжности самого инициатора. Таким образом, в большинстве случаев рейтинг выпущенных посредником ценных бумаг оказывается выше рейтинга инициатора, а процентная ставка по ним соответственно меньше, чем ставка по

корпоративным ценным бумагам, эмитируемым непосредственно самим инициатором. Таким образом, компании с низким кредитным рейтингом или даже без рейтинга могут привлекать средства на условиях *AAA*.

б. Возможность получения дополнительного вознаграждения

В том случае если инициатор берёт на себя функции по обслуживанию проданных активов, у него появляется возможность получения дополнительного дохода: вознаграждение за обслуживание, инкассацию процентов и платежей в счёт основного долга.

Преимущества секьюритизации для инвесторов

1. Снижения рискованности вложений по сравнению с приобретением займов

Секьюритизированные активы, представляющие чаще всего пулы займов, безопасней, чем традиционные продажи займов, просто потому, что они диверсифицированы.

2. Возможность осуществлять инвестиции в различные виды активов с различными степенями риска и доходности

Проведение внебалансовой секьюритизации, в частности с использованием структуры косвенного распределения платежей, позволяет максимально удовлетворить интересы инвесторов. Разделяя на классы ценные бумаги, обеспеченные активами, Спецюрлицо распределяет, таким образом, общий риск, которому подвергаются финансовые средства, между несколькими траншами, каждый из которых подвержен своему риску и имеет свою доходность.

3. Получение более высокой доходности по сравнению с ценными бумагами с сопоставимым рейтингом

В связи с применением механизмов повышения кредитного качества, а также особого структурирования сделки ценным бумагам, выпущенным в результате секьюритизации, свойственен незначительный риск, сопоставимый с риском государственных ценных бумаг. Так, история невыполнения обязательств по секьюритизированным траншам насчитывает лишь несколько случаев за последние 18 лет. В то же время по ценным бумагам, обеспеченным активами, предлагается, как правило, более высокий доход, чем по государственным облигациям, имеющим сопоставимый рейтинг.

4. Высокая устойчивость рейтингов ценных бумаг

Следует отметить следующий факт, полученный в ходе наблюдений, который также свидетельствует в пользу привлекательности ценных бумаг, обеспеченных пулом активов, для инвесторов: рейтинги, присвоенные секьюритизированным активам, более устойчивы к внешним воздействиям по сравнению с рейтингами корпоративных займов. Это подтверждают исторические данные по рейтингам Moody's и Standard&Poog's.

В последнее время растет доля сделок секьюритизации с нестандартными активами. В качестве примеров можно привести сделку City bank, который в 1992 году секьюритизировал портфель фильмов студии Walt Disney. Сделка была структурирована таким образом, чтобы связать выплаты по ценным бумагам с платежами, поступающими от демонстрации фильмов.

Секьюритизация таких активов, как, например, денежные требования по лицензионным соглашениям, налоговые требования или требования, связанные с авторскими и смежными правами, правами на добычу нефти и газа является очень сложной и дорогостоящей. Структура рисков таких активов не поддается оценке с использованием традиционных подходов. В данном случае требуются сложные, уникальные аналитические методы, которые всякий раз должны разрабатываться участвующими сторонами заново.

Автор: Байдина Оксана Сергеевна, доцент Экономического факультета Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова, к.э.н, 9395589, baydina@bk.ru.

Таблица 1. Распределение секьюритизируемых активов по секторам экономики

Сектор экономики	Виды секьюритизируемых активов
Банки	Коммерческие кредиты, портфели долговых инструментов, ипотечные ссуды резидентам страны пребывания
Корпорации	Будущие поступления от торговой деятельности, недвижимость
Экспортные агентства	Будущие поступления от кредитов экспортёрам
Финансовые компании	Поступления по счетам кредитных карт клиентов, платежи по обеспеченным и не обеспеченным ссудам, кредитам малым и средним предприятиям, ссуд на покупку автомобилей
Страховые компании	Будущие страховые премии
Региональные администрации	Налоговые и прочие бюджетные поступления
Нефтяные компании	Будущие поступления от импортёров нефтепродуктов
Компании недвижимости	Таймшеры, лизинговые поступления, комиссии за обслуживание клиентов
Государство	Налоговые и бюджетные поступления, валютные поступления от внешних дебиторов
Телекоммуникационные компании	Поступления за телетрансляции, рента за использование оборудования и плата по долгосрочным контрактам

Рис. 1 География секьюритизированных активов

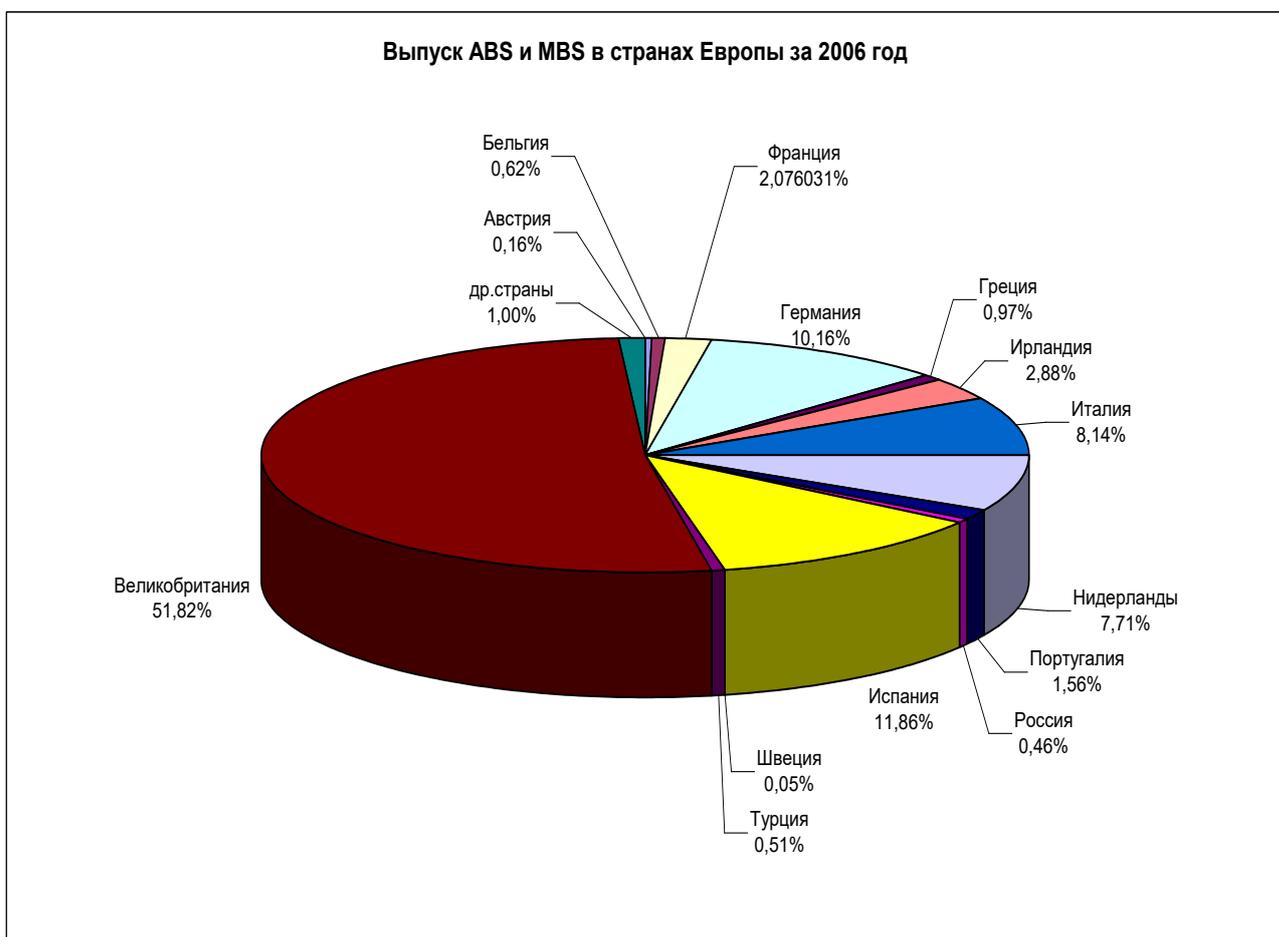


Рис. 2 Основные виды активов, обеспечивающие выпуск секьюритизированных облигаций в США

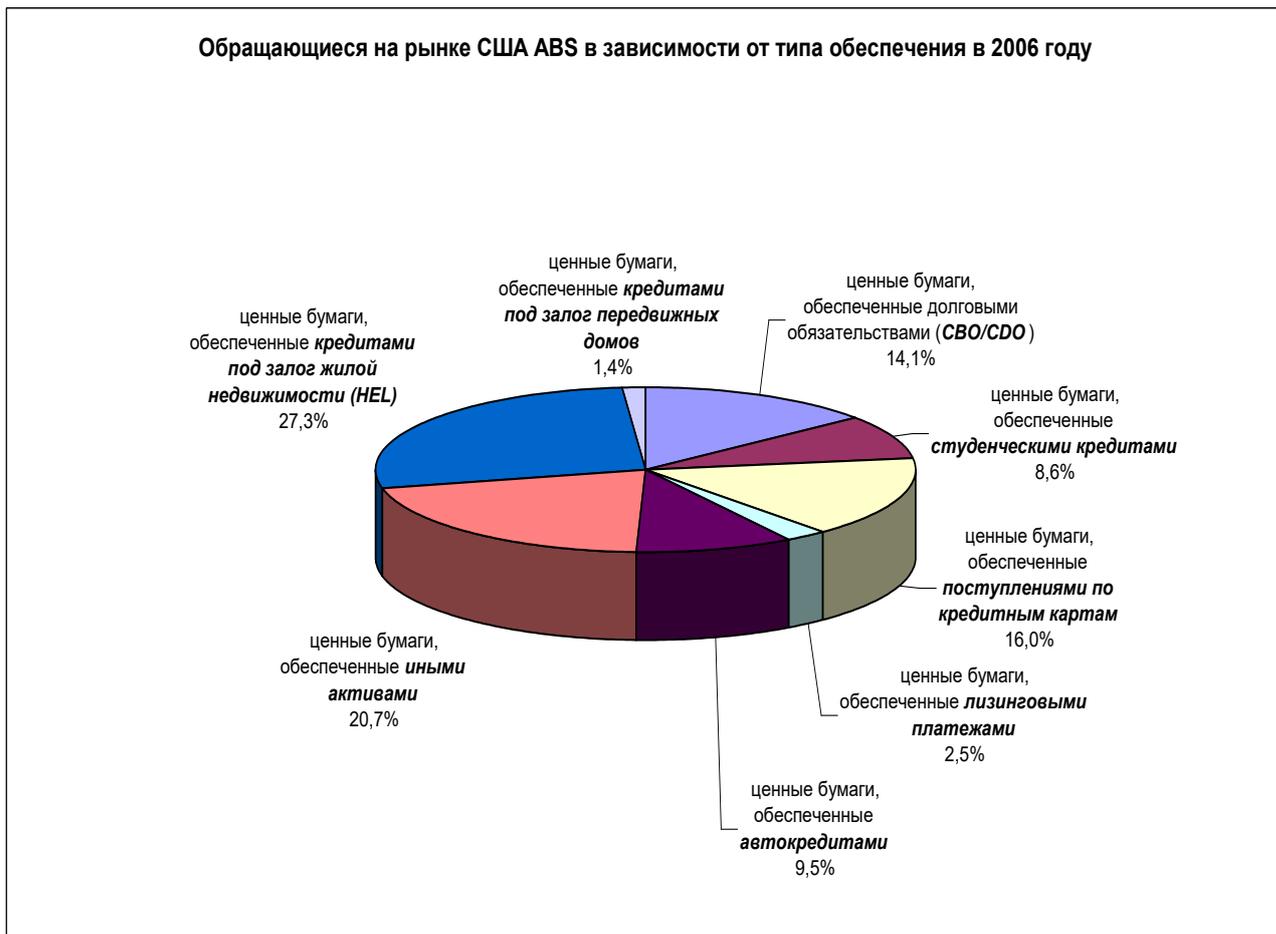


Рис. 2 Схема секьюритизации при «прямом распределении» (pass through)

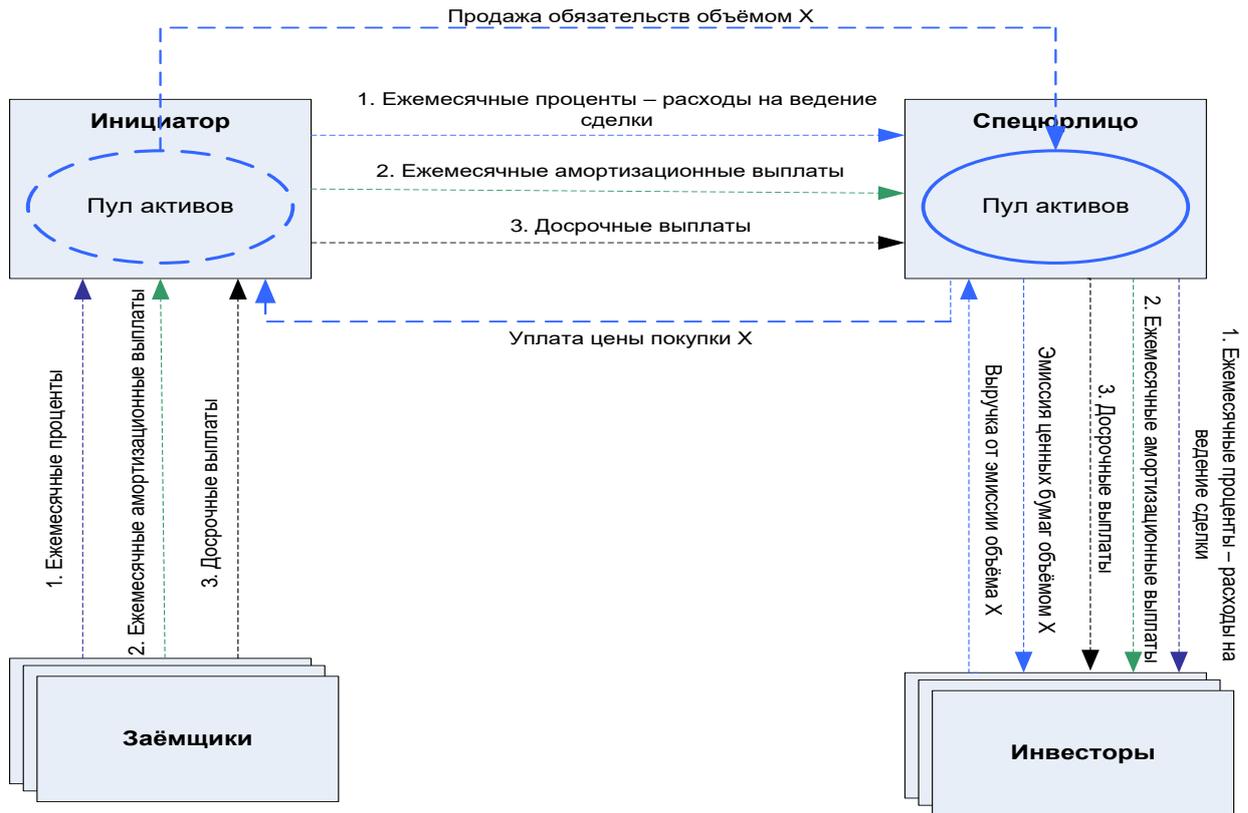


Рис. 3 Схема секьюритизации при «косвенном распределении» (pay through)

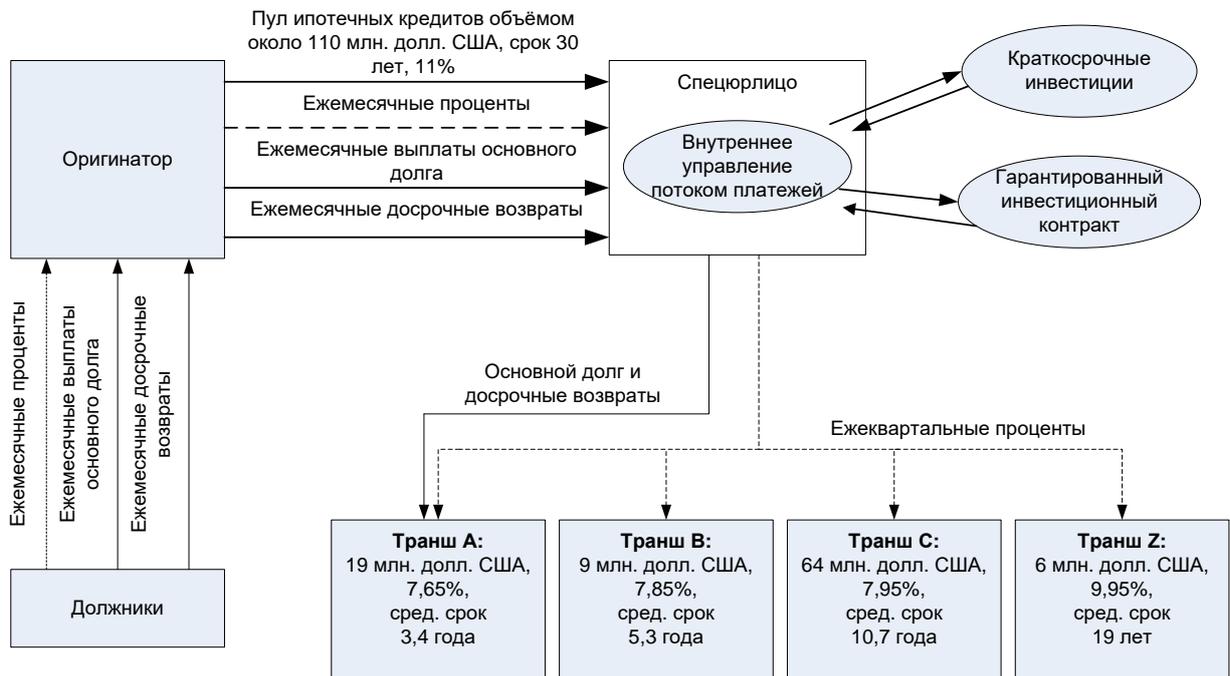


Таблица 2. Типы структурирования потоков платежей

Критерий	Структура прямого распределения платежей	Структура с управляемыми платежами
Форма Спецюрлица	Траст, не подлежащий налогообложению	Хозяйственное общество (ООО или АО), подлежащее налогообложению
Интерес инвесторов в пуле	аналогичен интересу акционеров или дольщиков в компании	аналогичен интересу кредитора по долговому обязательству
Поток платежей	Передаётся в неизменном виде инвесторам	Происходит управление потоком платежей с изменением временной структуры и объёма
Роль Спецюрлица	Пассивная: Спецюрлицо – посредник	Активная: Спецюрлицо осуществляет управление и инвестирование денежных потоков

Планирование деятельности компании на основе показателя экономической прибыли

индустриальное общество

постиндустриальная экономика

экономическая прибыль (economic profit)

экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added, EVA)

средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC, Weighted Average Cost of Capital)

коэффициент рентабельности инвестированного капитала (ROIC)

Инвестиционная привлекательность бизнеса эндогенно определяется величиной генерируемой добавленной стоимости на единицу авансированного капитала. Добавленная стоимость вне зависимости от исторической или национальной специфики лимитирует совокупность доходов на факторы производства. Однако исторические формы оценки отношения вновь созданной стоимости и затраченных на ее создание ресурсов отличаются. В **индустриальном обществе** фабрик и заводов, принадлежащих и управляемых одним или группой собственников, определяющим критерием инвестирования капитала выступала норма прибыли. Предпринимательская прибыль выступала вознаграждением за открытие новых эффективных комбинаций факторов массового процессингового производства товаров (bulk production). Относительная стабильность, непредрасположенность к изменениям, отсутствие чрезмерно агрессивного рыночного поведения и развитого менеджмента, а, следовательно, и высоких рисков и рентабельности – вот ключевые черты экономики индустриального массового производства второй половины XIX века.

Со временем постепенное наращивание плотности и интенсивности информационных потоков способствовало становлению другой модели экономики. В условиях большей информационной насыщенности появилась возможность копирования и тиражирования другими предпринимателями эффективных комбинаций факторов производства, что приводило к распределению предпринимательской прибыли между конкурентами. Преуспевающее предприятие теряло свои преимущества, становилось типовой хозяйствующей единицей, подобной любой другой и получало лишь нормальную прибыль.

Действительность **постиндустриальной экономики** такова, что производители, находящиеся в жестких условиях конкуренции, стандартизированного массового материального производства, не могут обыграть рынок. По мере того, как они производят все быстрее, лучше и дешевле, ценность выпускаемых ими товаров широкого потребления в глазах массового потребителя снижается, и поэтому их доходы и рентабельность имеют тенденцию к уменьшению. Этот феномен известен как эффект «Красной королевы» («*Red Queen Effect*»: *It must run hard merely to stay where it is*). Интенсивность совершенной конкуренции обуславливает необходимость постоянных инвестиций и перманентной финансовой зависимости от кредитных ресурсов. В результате структура капитала компаний ухудшается, растет ее стоимость, отдача на вложенный капитал уменьшается, увеличиваются кредитные риски и вероятность кризиса перепроизводства в традиционных отраслях.

Поэтому в устойчиво прогрессирующей экономике предприятие, приносящее собственникам постоянный высокий доход на вложенный капитал, вынуждено непрерывно инвестировать средства, рисковать, и, следовательно - непрерывно изменяться. Перманентное напряжение конкурентной борьбы, стремление увеличить денежные поступления, нарастающий дефицит времени сопровождаются усилиями предпринимателей по снижению издержек производства. В такой ситуации предпринимательская прибыль вырождается в нормальную прибыль.

Все нарастающая динамика и непредсказуемость изменений постиндустриальной экономики обуславливают более быстрое обесценение завоеванных конкурентных преимуществ. Никакое конкурентное преимущество не может продержаться так долго, чтобы обеспечить собственникам достаточно продолжительный период присвоения сверхдоходов.

В то же время социоэкономическая эволюция постиндустриальной экономики создает другие возможности расширенного воспроизводства добавленной стоимости. Только создавая принципиально новое качество и инновационные структуры роста деловой активности, хозяйствующая единица может обеспечить себе преимущества, выражающиеся в присвоении экономической прибыли. На смену «эффекта Красной королевы» приходит «эффект Ахилла»¹. Сама институциональная природа новой корпоративной экономики диктует использование другого критерия, понятного акционерам и инвесторам – добавленная стоимость.

Условие создания добавленной стоимости созвучно и имеет одинаковую экономическую природу с условием накопления капитала, заключающимся в превышении ожидаемой реальной отдачи капитала над его текущей стоимостью. В соответствии с концепцией *экономической прибыли (economic profit)* или *экономической добавленной стоимости (Economic Value Added, EVA)* новая стоимость создается тогда, когда реальная отдача на авансированный инвесторами капитал превышает ожидаемую доходность от вложений с аналогичным риском. Следовательно, можно выделить два режима создания новой стоимости, увеличивающей рыночную стоимость бизнеса:

- режим-минимум - по нормальной прибыли;
- режим-максимум - по экономической прибыли.

Терминологически, категория экономической прибыли была введена в экономическую лексику еще Альфредом Маршаллом, написавшем в 1890 г.: "Остаток от прибыли после вычитания из нее процента на его [собственника] капитал ... обычно называют предпринимательским или управленческим доходом"². Предпринимательский доход формируется в результате использования эксклюзивных нематериальных активов, принадлежащих конкретной компании и продуцирующих ее более высокие по сравнению со среднеотраслевой рентабельность собственного капитала (*ROE, Return on Owner's Equity*) и рентабельность активов (*ROA, Return on Assets*).

Стратегической целью финансового управления является обеспечение реализации конечных финансовых интересов владельцев предприятия, выражающихся в росте их благосостояния. Максимизация денежного потока, генерируемого бизнесом, определяется межвременным выбором собственников бизнеса на множестве ограничений, задаваемых функциями стратегии роста стоимости бизнеса и тактики дивидендных выплат. Поэтому важнейшими составляющими финансовой стратегии предприятия, менеджмент которого нацелен на обеспечение роста рыночной стоимости компании, выступают инвестиционная и дивидендная политики, обуславливающие приоритеты:

- оценки стоимости и структуры капитала;
- определения целевой структуры капитала;
- анализа инвестиционных проектов и их рентабельности в долгосрочной перспективе;
- разработки политики распределения чистой прибыли.

Экономическая прибыль p^e фирмы или EVA может быть рассчитана по следующим формулам:

¹ Костюк В.Н. Макроэкономика: курс лекций. – М.: Центр, 1998. - С. 364.

² Маршалл А. Принципы политической экономии: В 3 т. Пер. с англ. Р.Ч. Столпера. Т.1. - М.: Прогресс, 1983. - С. 135.

$$1) p^e = p^0 - WACC \cdot K, \quad (6.15)$$

$$2) p^e = (ROIC - WACC) \cdot K$$

Где p^0 – чистая (за вычетом налога на прибыль, но до выплаты процентов по долговым обязательствам) операционная прибыль предприятия (*NOPAT, Net Operating Profit After Taxes*). *NOPAT* выступает аналогом показателя операционной прибыли, уменьшенной на величину налога на прибыль $EBIT(1-T)$.

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала компании, характеризующая относительный уровень затрат на привлечение, использование и обслуживание инвестированного в бизнес капитала, выраженный в форме годовой ставки процента. K – стоимость инвестированного капитала предприятия. Под термином «капитал» в данном контексте понимается совокупность источников финансирования бизнеса. *ROIC (Return of Investment Capital)* - рентабельность инвестированного капитала. Рентабельность инвестированного капитала характеризует доходность бизнеса при оценке всего авансированного капитала. Общеизвестно, что активы уравниваются собственными и заемными средствами, поэтому $ROIC = ROA$. В инвестиционном анализе величина WACC применяется в качестве:

- ставки дисконта при дисконтировании денежных потоков;
- критерия оценки эффективности инвестиционных проектов;
- минимального уровня рентабельности, ожидаемого собственниками и кредиторами предприятия от своих вложений в него.

Концепция стоимости капитала является одной из базовых в теории капитала. Стоимость капитала важна при оценке долгосрочных перспектив деятельности коммерческого предприятия, тем самым, определяя его инвестиционную привлекательность. Избранные для реализации инвестиционные проекты должны обеспечивать не меньшую, чем WACC рентабельность. Если предприятие реализует инвестиционный проект, доходность которого меньше WACC, то рентабельность деятельности предприятия и его стоимость уменьшатся.

WACC рассчитывается по формуле средневзвешенной арифметической:

$$WACC = \sum_{i=1}^n W_i \times K_i,$$

где W_i – удельный вес i -го источника финансирования в капитале предприятия;

K_i – стоимость i -го источника финансирования бизнеса, выраженная в годовых процентах.

Обычно выделяют три основных источника образования капитала предприятия: заемный капитал, уставный (акционерный) капитал, отложенная прибыль (фонды собственных средств и нераспределенная прибыль). Трудно формализуемой операцией в процедуре вычисления WACC является определение стоимости собственного капитала.

Напрямую с денежными затратами обладание собственным капиталом не связано. В отличие от других источников финансирования, формирование и использование собственного (акционерного) капитала не налагает на предприятие жестких обязательств по его обслуживанию (например, по выплате дивидендов). Однако, собственники (акционеры), вкладывая свои средства (приобретая акции), рассчитывают на получение определенного дохода от своих инвестиций из чистой прибыли. Определить стоимость собственного (акционерного) капитала можно с помощью простой арифметической операции соотнесения суммы годовых выплат собственникам из чистой прибыли и величины собственного капитала.

При оценке стоимости долговых обязательств необходимо учитывать законодательные нормы отнесения процентов по полученным долговым обязательствам к расходам (см. Статья 269 Налогового Кодекса РФ). В данной статье под долговыми обязательствами

понимаются кредиты, товарные и коммерческие кредиты, займы или иные заимствования независимо от формы их оформления.

При этом расходом признаются проценты, начисленные по долговому обязательству любого вида при условии, что размер начисленных налогоплательщиком по долговому обязательству процентов существенно не отклоняется от среднего уровня процентов, взимаемых по долговым обязательствам, выданным в том же отчетном периоде на сопоставимых условиях. Под долговыми обязательствами, выданными на сопоставимых условиях, понимаются долговые обязательства, выданные в той же валюте на те же сроки под аналогичные по качеству обеспечения и попадающие в ту же группу кредитного риска. При этом существенным отклонением размера начисленных процентов по долговому обязательству считается отклонение более чем на 20 процентов в сторону повышения или в сторону понижения от среднего уровня процентов, начисленных по долговому обязательству, выданному в том же квартале на сопоставимых условиях.

При отсутствии долговых обязательств, выданных в том же квартале на сопоставимых условиях, предельная величина процентов, признаваемых расходом, принимается равной ставке рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, увеличенной в 1,1 раза, - при оформлении долгового обязательства в рублях, и на 15 процентов - по кредитам в иностранной валюте.

Таким образом, расчетно величина процентов по долговому обязательству в пределах данного норматива должна быть уменьшена путем умножения на коэффициент $(1 - t)$, где t - ставка налога на прибыль. Проценты сверх норматива, т.е. превышающие сумму расходов, учитываемых при формировании бухгалтерской прибыли, над суммой расходов, принимаемых для целей налогообложения прибыли, напротив, приводит к увеличению налоговых платежей по прибыли и включаются в расчет средневзвешенной стоимости капитала увеличенными посредством умножения на коэффициент $(1 + t)$.

Пусть K_d - ставка процента по долговому обязательству, D - сумма долгового обязательства, тогда возможно, что $K_d = K_{d1} + K_{d2}$, K_{d1} - величина процентов, в пределах которых проценты, начисленные по долговому обязательству, признаются расходом в целях налогообложения прибыли, K_{d2} - величина процентов по долговому обязательству, превышающих K_{d1} .

Таким образом:

- из стоимости обслуживания займа $D \cdot K_d$ нужно вычесть величину экономии по налогу на прибыль, т.к. уменьшение расходов сопоставимо с получением дохода; и добавить величину дополнительного обременения по налогу на прибыль:

$$D \cdot K_d - D \cdot K_{d1} \cdot t + D \cdot K_{d2} \cdot t$$

- тогда итоговая стоимость заемных средств в годовых процентах будет определяться следующим выражением:

$$[K_{d1} \cdot (1 - t) + K_{d2} \cdot (1 + t)]$$

Рассмотрим поэтапно пример расчета экономической добавленной стоимости КФХ «Чемпион». История получения долговых обязательств хозяйства и структура его капитала представлены в таблице 1 и таблице 2 соответственно.

Показатель экономической добавленной стоимости комплексно характеризует финансовое положение и результаты деятельности предприятия. Как было показано, при его расчете используется совокупность ключевых финансовых индикаторов, схематично выстраивающихся в соответствии с древовидной структурой. Логически связанная совокупность показателей формирует новое качество определения состояния бизнеса. Характеризуемые отдельными индикаторами стороны финансово-хозяйственной деятельности предприятия, рассматриваемые в единстве, создают более высокий информационный уровень понимания логики и ответственности развития бизнеса. В

случае с экономической добавленной стоимостью формируется модель реализации подхода управления по стоимости, значимая для решения стратегических задач.

Цель выделения системы взаимосвязанных параметров бизнеса – определить вариант комбинации финансовых показателей и коэффициентов, применяемых в целях формулирования рациональной финансовой стратегии. Изменение любого из взаимосвязанных коэффициентов воздействует на изменение ключевого стратегического показателя (в данном случае – на изменение значения экономической добавленной стоимости), что позволяет разработать систему сбалансированных показателей по управлению стоимостью бизнеса.

Для факторного анализа рентабельности инвестированного капитала применяется факторная модель, предложенная специалистами фирмы Дюпон. В данной модели используется структурированная платформа из нескольких показателей: корневым индикатором выступает **коэффициент рентабельности инвестированного капитала (ROIC)** или рентабельности активов (ROA) как основной показатель, характеризующий доходность инвестирования в данный бизнес. Составляющими ROIC определяются два факторных показателя второго уровня – NPM (Net Profit Margin) – рентабельность продаж, рассчитанная по чистой прибыли и АТ (Assets Turnover) – оборачиваемость активов. Поэтому модель получила название двухфакторной модели.

Рентабельность активов может быть рассчитана по операционной и чистой прибыли:

$$ROIC = ROA = \frac{NI}{NS} \cdot \frac{NS}{TA} = NPM \cdot AT,$$

где *NI (Net Income)* – чистая прибыль,

NS (Net Sales) – чистая выручка.

Развитие принципа построения дерева содержательно и формально взаимосвязанных показателей продуцирует возможность формирования более сложных факторных моделей. Рассмотрим трехфакторную модель. Для дальнейшего факторного анализа рентабельности активов разложим ROIC в трехфакторную модель:

$$ROIC = ROA = \frac{\frac{NI}{NS}}{\frac{FA}{NS} + \frac{CA}{NS}} = \frac{NPM}{FAI + (CAT)^{-1}}$$

Где *FA (Fixed Assets)* – среднегодовая стоимость внеоборотных активов;

CA (Current Assets) – среднегодовая стоимость оборотных активов;

FAI (Fixed Assets Intensity) – фондоемкость;

CAT (Current Assets Turnover) – оборачиваемость оборотных активов.

Таким образом, рентабельность авансированного капитала формируется тремя факторами: рентабельностью продаж, фондоемкостью и оборачиваемость оборотных активов. Эти три фактора обобщают основные стороны финансово-хозяйственной деятельности предприятия, а именно: финансовые результаты деятельности, актив и пассив баланса. Воздействуя на ключевой для сложившейся ситуации фактор, а следовательно, на определенный центр финансовой ответственности, менеджмент предприятия способен повысить рентабельность инвестированного капитала.

Рассмотрим четырехфакторную модель ROIC.

$$ROIC = ROA = \frac{NI}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{NS} \cdot \frac{NS}{TA} = TB \cdot IB \cdot OM \cdot AT$$

где *EBT (Earnings before Taxes)* – прибыль до уплаты налога;

TB (Tax Burden) – налоговое бремя;

OM (Operating Margin) – операционная рентабельность;

IB (Interest Burden) – бремя процентов по долговым обязательствам.

Если чистую прибыль представить как разницу между выручкой и себестоимостью, то можно получить пятифакторную модель ROIC:

$$ROIC = ROA = \frac{\left(1 - T - \frac{C(1-T)}{NS}\right)}{\frac{FA}{NS} + \frac{CA}{NS}} = \frac{1 - \left(\frac{W}{NS} + \frac{M}{NS} + \frac{D}{NS}\right)}{FAI + (CAT)^{-1}}$$

Где: С – себестоимость;

T – ставка налога на прибыль;

W – заработная плата с начислениями;

M – материальные затраты;

D – амортизация;

W/NS – трудоемкость продаж;

M/NS – материалоемкость продаж;

D/N – амортизационность продаж.

Впоследствии модель Дюпона была модифицирована в факторную модель древовидной структуры, корнем которой выступает показатель рентабельности собственного капитала (ROE), а ветвями – коэффициенты, определяющие признаки производственной и финансовой деятельности предприятия.

$$ROE = \frac{NI}{CE},$$

где CE (Common Equity) - собственный капитал предприятия.

Классическую схему расчета рентабельности собственного капитала можно представить пятифакторной моделью:

$$ROE = \frac{NI}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{NS} \cdot \frac{NS}{TA} \cdot \frac{TA}{CE} = TB \cdot IB \cdot OM \cdot AT \cdot LR$$

Где LR (Leverage) – значение финансового рычага.

При анализе значения ROE необходимо учитывать, что числитель и знаменатель данного показателя имеют разные временные стоимости. Числитель отражает результаты деятельности и сложившийся уровень цен на товары и услуги в текущем периоде, а знаменатель (собственный капитал) формируется на протяжении всей истории деятельности предприятия и уже поэтому включает целый спектр временных характеристик. Его стоимостная специфика, в частности, заключается в том, что балансовая оценка сформированная в прошлом существенно отличается от текущей стоимостной оценки рынка.

Проанализируем изменение рентабельности собственного капитала КФХ «Чемпион» до (Рис. 1) и после прогнозируемого сокращения дебиторской задолженности на 5 млн. рублей (Рис. 2) с помощью модифицированной в целях управленческого анализа классической модели Дюпона. Можно предположить, что при сокращении дебиторской задолженности на ту же величину сократилась и потребность в краткосрочном кредите, его объем уменьшился с 13,5 млн. руб. до 8,5 млн. руб. Поэтому проценты за кредит снизились на 633,42 тыс. рублей. Произошедшие изменения в финансовом состоянии предприятия отражены в таблице 3.

Показателем результат изменения экономической добавленной стоимости. Приведем расчеты EVA при сделанном допущении об уменьшении дебиторской задолженности.

$$NOPAT = 15,35 \text{ млн.руб.} + 0,94 \text{ млн. руб.} = 16,29 \text{ млн. руб.}$$

$$WACC \cdot C = 11,65 \% \cdot 24,51 \text{ млн. руб.} = 2,86 \text{ млн. руб.}$$

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C = 13,43 \text{ млн. руб.}$$

Таким образом, положительное изменение только одного параметра - дебиторской задолженности на 5 млн. руб. - генерирует рост экономической добавленной стоимости на 3,007 млн. рублей. Данный пример демонстрирует структуру и степень взаимосвязи интегрального результата управления бизнес-процессами в рамках реализации целевой установки финансовой стратегии компании - ее стоимости и капитализации – и любой из выбранных характеристик бизнеса.

Факторная модель ROIC (ROE) формирует инструментарий подготовки управленческих решений по оценке деятельности центров финансовой отчетности, определению их вклада в достижение общей цели и выработке эффективного мотивационного механизма. Ее использование позволяет разработать комплекс мероприятий финансовой стратегии и выстроить систему взаимосвязанных сбалансированных показателей, формирующих информационную базу для стратегического и тактического управления операционной, инвестиционной и финансовой деятельностью предприятия.

Таблица 1.

Долговые обязательства КФХ «Чемпион»

Банк	Сумма долгового обязательства (тыс. руб.)	Дата получения	Ставка процента по обязательству	Ставка рефинансирования ЦБ РФ	Стоимость долгового обязательства (%)
ООО "ККБ"	2 000	25.01.2004	16,5	14	13,068
ОАО "СБ"	7 600	19.06.2004	17	13	14,216
АИКБ "ТФБ"	3 500	21.02.2005	17	13	14,216
ООО "ККБ"	8 400	01.10.2005	15,5	13	12,356
АИКБ "ТФБ"	4 500	17.03.2006	16	12	13,504
ОАО "СБ"	9 000	04.04.2006	15	12	12,264

Таблица 2.

Структура капитала КФХ «Чемпион»

Показатель	2004 год (тыс. руб.)	2005 год (тыс. руб.)	2006 год (тыс. руб.)
Капитал, в т.ч.:	20 634	23 359	25 507
собственный капитал, в т. ч.:	11 034	11 459	12 007
уставной капитал	10 000	10 000	10 000
нераспределенная прибыль	1 034	1 459	2 007
заемный капитал, в т.ч.:	9 600	11 900	13 500
долгосрочные займы и кредиты	7 600	8 400	9 000
краткосрочные займы и кредиты	2 000	3 500	4 500
НОРАТ (тыс. руб.)	9 801	11 006	13 398
Стоимость собственного капитала (%)	12,5	11,5	10,5
WACC (%)	13,19	12,21	11,65
EVA (тыс. руб.)	7 080	8 153	10 426

Таблица 3.

Изменения в финансовом состоянии КФХ «Чемпион».

Наименование показателя	Изменение значения
Оборачиваемость активов	Возросла с 1,3 до 1,6 раза.
Чистая прибыль до выплаты налогов	Возросла на 4,63 млн. руб.
Налог на прибыль	Вырос на 1,11 млн. руб.
Чистая прибыль	Повысилась на 3,52 млн. руб.
Рентабельность активов	Увеличилась на 16,26 %.
Финансовый рычаг	Уменьшился с 2,12 до 1,71.
Рентабельность собственного капитала	Возросла с 98,49 до 106,97 %.

Рисунок 1 (млн. руб.)

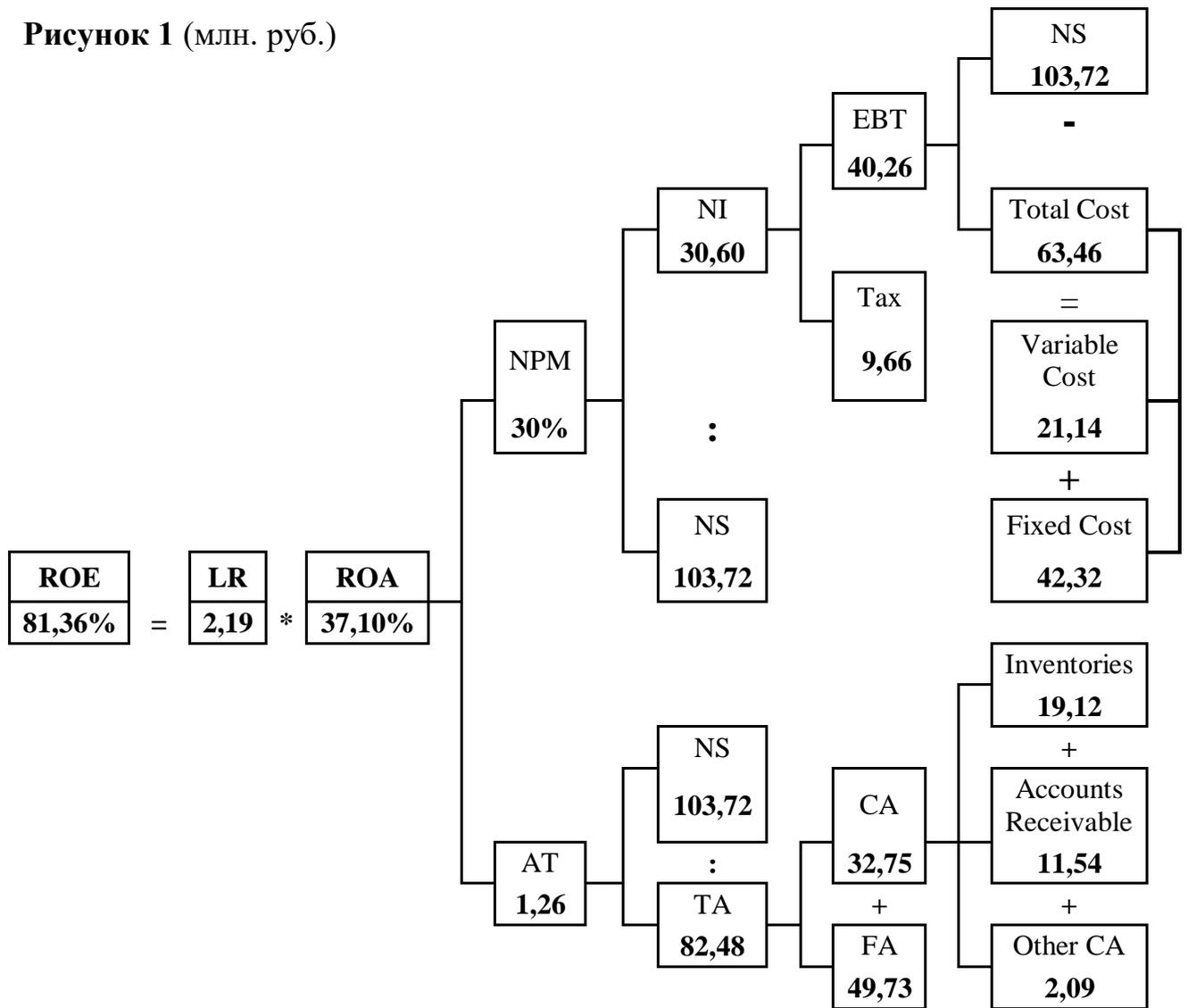
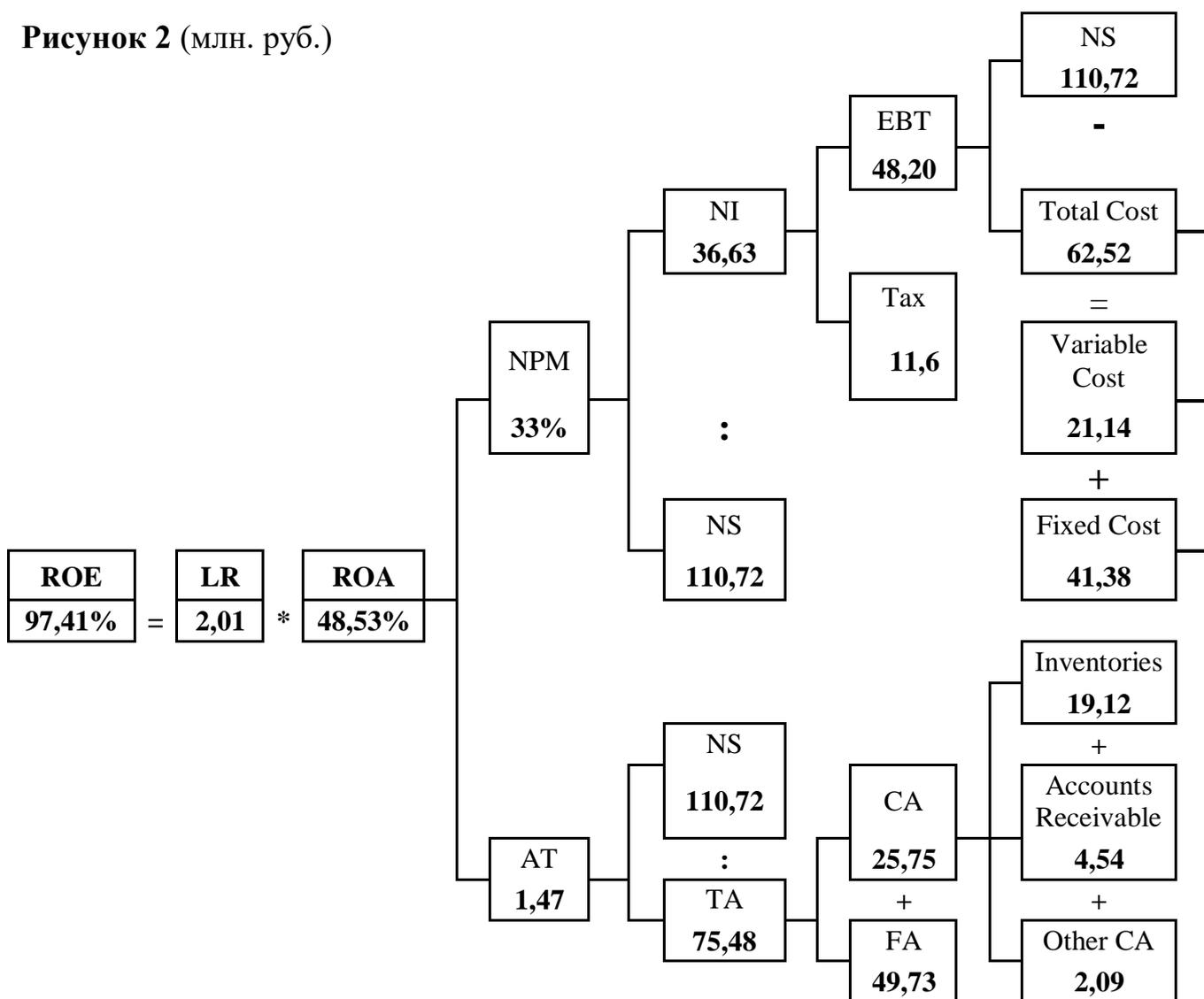


Рисунок 2 (млн. руб.)



Бюджетирование как инструмент повышения эффективности управления компанией

бюджетирование
финансовая структура компании
бюджетная структура компании
последствия бюджетирования
составляющие бюджетирования
функции бюджетирования
основные параметры методик и автоматизации бюджетного процесса
планирование "сверху вниз"
планирование "снизу вверх"
способ согласования бюджетов
модель скользящего планирования
модель фиксированного периода планирования
метод распределения затрат и формирования себестоимости продукции

В настоящее время вопрос совершенствования финансового управления компанией является одним из самых актуальных для большинства российских компаний. Перед руководством остро встает проблема отсутствия своевременной, полной и точной информации, как о будущем, так и о настоящем финансовом состоянии компании. Внутрифирменное финансовое планирование в большинстве своем носит фрагментарный характер, что не позволяет эффективно управлять финансами, принимать точные и взвешенные в финансовом отношении управленческие решения, способствующие увеличению стоимости компании.

Между тем, современный бизнес в России принимает достаточно динамичный и жесткий характер. Увеличение конкуренции во всех секторах экономики приводит к тому, что управление бизнесом, основанное на личной интуиции и собственном представлении руководства о положении дел, уже не может позволить компании удерживать достигнутые позиции, улучшать свое положение на рынке, повышать стоимость бизнеса. Складывающаяся ситуация делает очевидным необходимость использования в управлении предприятием новых технологий, особенно в процессах управления материальными и финансовыми ресурсами. Одной из таких новых для России управленческих технологий является финансовое управление.

В практике «управленческого», финансового и IT-консалтинга бюджетирование рассматривается не просто как процесс формирования и контроля исполнения финансовых планов, достижения финансовых результатов, а как специфический способ координации деятельности различных подразделений и служб компании в ходе достижения поставленных целей.

Бюджетирование представляет собой управленческую технологию, основанную на делегировании полномочий и ответственности на нижние (линейные) уровни управления организацией по принятию финансовых решений (таблица 1). Благодаря такому делегированию менеджмент получает возможность достигать требуемых финансовых результатов компании в целом через постановку соответствующих задач перед исполнителями, обеспечение их необходимыми полномочиями по принятию текущих финансовых решений, контроль финансовых результатов их деятельности.

Система распределения ответственности, в свою очередь, состоит из:

- **финансовой структуры компании** – иерархии специфических звеньев (так называемых Центров финансовой ответственности - ЦФО - выделяемых в организации);
- **бюджетной структуры компании** – системы финансовой планово-отчетной документации (бюджетов) компании по различным областям деятельности и подразделениям (ЦФО).

При таком подходе фокус внимания смещается на делегирование полномочий и ответственности в рамках финансово-организационной структуры компании, поддерживаемое с помощью финансового планирования и финансового контроля. Соответствующие изменения претерпевает и само понятие «бюджета». Под ним понимается уже не произвольный финансовый план, а совокупность финансовых лимитов, в рамках которых реализуются полномочия линейных менеджеров и финансовых показателей, за достижение которых он отвечает.

При этом упор делается не столько на финансовое планирование и прогнозирование как таковое, сколько на увязывание финансовых показателей с зонами ответственности и – посредством этого – взаимную координацию различных подразделений компании в ходе текущей деятельности.

Бюджетирование не дает возможности разом уложить в "комплексную, прозрачную для анализа картину": тенденции положения на рынке, конкурентоспособность, политику ценообразования, риски, ассортимент продукции, технологические особенности производства, количество и профессионализм сотрудников, оборачиваемость активов, складские остатки, поставки, экономические и политические аспекты и многие другие факторы. Бюджетирование - лишь один из инструментов управления, который, вопреки распространенным представлениям, не является всеобъемлющим.

Потребность в бюджетировании возникает у компаний по мере достижения ими определенного этапа развития при столкновении с проблемами, которые не могут быть решены методом прямого управления и контроля. Как правило, наилучший эффект от внедрения технологии бюджетного управления достигается в компаниях, характеризующихся двумя особенностями:

- имеющих сложную организационную и филиальную структуру;
- осуществляющих традиционные для них виды деятельности на относительно стабильных рынках.

Согласно исследованию DSS Consulting, наибольшее количество внедрений систем автоматизации бюджетирования приходится на холдинги и компании с развитой филиальной структурой:

- холдинги и компании с филиальной структурой – 36%,
- автоматизация дочерних структур – 29%,
- внедрения бюджетирования в управляющих компаниях – 25%,
- внедрения систем в компаниях без филиальной структуры – 10%

В соответствии с результатами исследования «Пирамида роста: Система управления успешной компании», проведенного компанией «IBS»:

- контроль исполнения бюджетов осуществляется в 40% малых и средних и в 70% крупных компаний
- утвержденная методика бюджетного управления существует в 24% малых и средних и 69% крупных компаний
- казначейство, как самостоятельная служба, контролирующая исполнение бюджетов, существует в 6% малых и средних и в 58% крупных компаний

Такое положение дел неудивительно. Хотя составлением финансовых планов занимаются в той или иной степени все компании, включая предприятия малого и среднего бизнеса, но потребность в координации множества подразделений возникает по мере роста, особенно – в случае возникновения территориально распределенной структуры бизнеса. Именно для таких компаний бюджетирование обеспечивает качественное улучшение системы управления – благодаря его способности обеспечить координацию работы сложной системы без непосредственного участия высшего руководства в операционной деятельности.

С другой стороны, бюджетирование, как и целый ряд других сложных управленческих технологий, оказывается востребованной в относительно стабильных условиях. Такая стабильность служит гарантией того, что налаженная система распределения полномочий

и ответственности не будет существенно меняться от периода к периоду, вынуждая вносить изменения в сложную систему связей различных бюджетов.

Поскольку сущность бюджетирования заключается в децентрализации управления и – как следствие – фрагментации финансовых показателей, то в качестве платы за внедрение бюджетного управления компании приходится мириться с рядом **негативных факторов**:

- усилением внутренней, функциональной сфокусированности линейного менеджмента, акцентировании его внимания на управлении затратами, а не общефирменных результатах;
- снижением динамики развития компании за счет ориентации на ранее достигнутые показатели как основы будущего планирования;
- ростом оппортунизма линейного менеджмента, вынужденного лавировать между лимитами и целями, по которым оцениваются результаты его работы.

Эти факторы оказываются особенно болезненными в условиях динамичного роста, быстро меняющейся среды и условий ведения бизнеса. На стабильных рынках, упомянутые издержки оказываются допустимой ценой за возможности устойчивого развития, которые обеспечивает бюджетное управление.

В большинстве случаев технология бюджетного управления используется для **решения следующих задач**:

- общему снижению текущей нагрузки на высший уровень менеджмента компании – путем наделения отдельных менеджеров полномочиями по принятию финансовых решений, формированию лимитов, в пределах которых эти решения не требуют дополнительных согласований и утверждений;
- обеспечению своевременного получения доходов и денежных поступлений – путем детализации зон ответственности менеджеров и подразделений за статьи доходов и поступлений соответственно;
- обеспечению целевого расходования ресурсов компании в условиях, когда прямой контроль со стороны менеджмента за отдельными операциями становится затруднен или невозможен – путем обоснования, формирования и контроля исполнения бюджетных лимитов расходов и выплат по местам возникновения затрат и лицам, полномочным нести затраты;
- обеспечению своевременного финансирования потребностей компании, исключению кассовых разрывов, возникающих из-за несоординированного поступления и выплат денежных средств – путем заблаговременного планирования необходимых объемов внешнего финансирования, формирования и контроля исполнения платежных лимитов;
- контролю и снижению затрат путем постановки соответствующих задач подразделениям компании, ответственным за исполнение бюджета, контроля их достижения;
- координации планов деятельности различных подразделений, оптимизированных с точки зрения достижения удовлетворительного финансового результата по итогам их совместной работы;
- обеспечению адекватной оценки деятельности отдельных подразделений и менеджеров по результатам их работы, построению системы мотивации персонала.

С помощью системы бюджетного управления могут быть решены также **аналитические задачи**, например:

- анализ вариантов развития компании, обеспечение эффективного ценообразования, нацеленного на получение максимально возможной прибыли, формирование общих правил предоставления скидок и бонусов покупателям – как основы для принятия решений сбытовыми службами;
- повышение финансовой прозрачности деятельности общества для его руководства и сторонних заинтересованных лиц – акционеров, головных организаций и т.п.

- определение приоритетных направлений развития общества, планирование объектов инвестиций и объемов инвестируемых средств.

Для достижения целей, стоящих перед системой бюджетного управления, полноценное **внутрифирменное бюджетирование** складывается **из четырех частей (таблица 2)**:

- организации бюджетирования, включающую финансовую структуру компании (состав центров учета – структурных подразделений либо бизнесов предприятия или компании, являющихся объектами бюджетирования);
- методики бюджетирования, включающую инструментарий финансового планирования (виды и форматы бюджетов, система целевых показателей и нормативов), порядок консолидации бюджетов различных уровней управления и функционального назначения;
- процедуры бюджетирования, включая бюджетный регламент, распределение полномочий и ответственности за подготовку, согласование и контроль бюджета, и механизмы такого контроля;
- автоматизации финансовых расчетов, предусматривающих составление финансовых прогнозов (включая сценарный анализ, расчет различных вариантов финансового состояния предприятия и его отдельных видов бизнесов), консолидацию бюджетных показателей, расчет финансовых результатов и план-фактный анализ.

Процедура бюджетирования в самом общем ее виде является наиболее «типовой» из этих составляющих и образует «каркас» всей бюджетной технологии. Особенности же методики и автоматизации бюджетного управления вытекают из специфики ведения бизнеса, действующей практики управления компанией и глубоко связаны с организационной составляющей бюджетного процесса.

В ходе процедур бюджетирования высшее руководство вырабатывает общую политику, определяет целевые показатели и задачи и делегирует полномочия руководителям следующего уровня управления. Нижестоящие руководители посредством бюджета формулируют потребность в ресурсах, необходимых для решения поставленных перед ними задач. При этом реализуются следующие **функции**:

- планирование – формирование бюджетных планов «снизу вверх» и «сверху вниз» посредством ряда итераций, целью которых является взаимная координация планов (бюджетов) различных подразделений, обеспечение удовлетворительного ожидаемого результата финансово-хозяйственной деятельности;
- согласование и утверждение бюджетов – принятие решений относительно бюджетных планов и лимитов, подлежащих исполнению в ходе будущей хозяйственной деятельности. При этом происходит делегирование полномочий и ответственности – руководителям делегируются полномочия по использованию ресурсов в рамках установленных лимитов и ответственность за выполнение планов и бюджетов;
- авторизация расходов и мониторинг исполнения бюджета – принятие решений по использованию ресурсов производится руководителями подразделений компании исключительно в рамках утвержденных планов и бюджетов;
- контроль и анализ – контроль осуществляется путем сравнения плановых и фактических показателей, выявления отклонений и принятия решений по результатам их анализа;
- оценка деятельности – результаты выполнения плановых показателей формируют базу для оценки эффективности деятельности руководителей подразделений и компании;
- мотивация – вовлечение менеджеров в процессы планирования и контроля, повышение их заинтересованности в результатах работы подразделений и компании в целом.

В качестве **основных параметров**, служащих базой для построения **методики и последующей автоматизации бюджетного процесса**, можно указать следующие его характеристики:

- основной подход к бюджетному планированию («снизу вверх» или «сверху вниз»)

- способ формирования и согласования бюджетов
- периодичность бюджетного планирования
- детальность бюджетного планирования и бюджетного контроля
- способ калькулирования себестоимости, определения финансовых результатов в ходе бюджетного планирования

Как показывает практика, выбор именно этих аспектов для анализа не является вполне произвольным – именно от них зависит состав тех методологических и технологических трудностей, которые возникают в ходе постановки и внедрения системы бюджетного управления.

Планирование "сверху вниз" характерно для растущих компаний, а также для предприятий на высококонкурентных рынках, особенно тех, где сильна ценовая составляющая конкуренции. И в той, и в другой ситуации компания оказывается перед необходимостью целенаправленно управлять затратами. При этом цели управления затратами могут различаться. Для растущих компаний основной задачей является своевременное обеспечение ресурсами, недопущение неконтролируемого роста затрат в процессе ускоренного развития. Для компаний, действующих на конкурентных рынках, цель управления состоит в поддержании постоянных усилий по снижению издержек, повышению устойчивости бизнеса к ценовой конкуренции. Тем не менее, и в том, и в другом случае, такие компании оказываются в ситуации постоянных изменений, требующих централизованного управления. С помощью технологии бюджетного планирования "сверху вниз", лимиты и финансовые планы подразделений (ЦФО) изначально формируются не "от достигнутого", а от целей развития предприятия.

Планирование "снизу вверх" характерно также для устойчивых компаний, работающих на традиционных стабильных рынках, особенно - если компания имеет монопольное или близкое к монопольному положение. В этом случае издержки децентрализованного планирования собственных затрат подразделениями нивелируются высокой стабильностью динамики затрат, возможностью опираться на показатели прошлых периодов, как репрезентативные в условиях стабильного рынка.

Разумеется, такая классификация не абсолютна. Например, на рынке можно встретить компании, действующие на традиционных, но стагнирующих рынках - для них выбор принципа планирования зависит от того, какой из факторов выражен сильнее и насколько сильна инерция в их управлении. Как правило, своевременный переход от традиционной схемы планирования "снизу вверх" к целевому планированию "сверху вниз" для них затруднен даже при наступлении "трудных времен". Причиной являются как инерция, так и элементарная нехватка профессиональных кадров, способных планировать и обеспечивать исполнение антикризисных программ.

В процессе постановки бюджетного планирования каждая из технологий связана со своими методологическими трудностями. При планировании методом "снизу вверх" основная проблема возникает в силу необходимости сложного, нередко многошагового, согласования бюджетов для принятия согласованного финансового плана. По этой причине процесс бюджетного планирования оказывается длительным и затратным, несмотря на то, что технически процесс консолидации бюджетных показателей ЦФО нижнего уровня в показатели вышестоящих подразделений не представляет сложности. Однако организационные проблемы, связанные с утверждением бюджета - особенно с учетом того, что речь идет о крупных компаниях ("монополистах"), имеющих сложную - зачастую излишне бюрократизированную - систему управления, делают бюджетный процесс крайне трудоемким. С точки зрения технологии проблему представляет не столько консолидация бюджетов и бюджетный расчет, сколько обеспечение контроля версий и сценариев бюджета, прозрачности их согласования.

При планировании методом "сверху вниз" проблема лежит в области технологии планирования. Анализ способов достижения поставленной цели, детализация общих задач – в виде целевой структуры себестоимости продукции, связи цены с объемами рынка, а

также связи целевых операционных показателей с инвестиционными вложениями – представляет сложную задачу. Причем сложность ее лежит как в сфере компетенции персонала, так и в сфере технологической – бюджетных расчетов, необходимых для детализации общих целевых показателей до уровня операционных бюджетов. Вместе с тем, будучи реализованными, подобные алгоритмы позволяют заметно сократить сроки подготовки планов, а их согласование содержит меньше итераций. Здесь уместно отметить, что система планирования «сверху вниз» соответствует более авторитарному подходу к управлению, нежели система согласований «снизу вверх». Это обстоятельство не должно удивлять – с учетом того, что этот авторитарный стиль менеджмента вообще характерен для кризисных ситуаций и организаций «предпринимательского типа». И наоборот – в сложной бюрократической системе, характерной для крупных компаний, компетентность и «знание дела» линейного менеджмента на практике оказывает большее влияние на принятие итоговых решений, чем может казаться стороннему наблюдателю.

В результате различий компаний по размеру, видам бизнеса, степени самостоятельности и профессиональному уровню персонала различаются несколько технологий управления:

- версионность планов, когда для принятия решения подготавливается и анализируется несколько вариантов плана бюджета. Это характерно для крупных организаций с высокой степенью централизации управления.
- итерационное планирование, заключающееся в многократном согласовании бюджета на различных уровнях ответственности. Такая технология характерна для крупных организаций, у которых в процессе бюджетирования принимает участие много специалистов - от руководителей до конечных исполнителей.
- планирование "от достигнутого". Эта технология применяется как в условиях устойчивого, хорошо прогнозируемого бизнеса, так и в случаях, когда невозможно собрать и качественно обработать информацию о перспективах бизнеса (планирование "на глазок").

Способ согласования бюджетов сильно связан с основной схемой бюджетного планирования. Как правило, версионность планов бюджетного управления характерна для централизованного бюджетирования методом «сверху вниз». При использовании метода планирования «снизу вверх» такой подход оказывается затруднителен в силу сложности процедуры согласования нескольких версий бюджета в условиях, когда они изначально не являются скоординированными. Подход планирования «сверху вниз» лишен этого недостатка, поскольку в нем бюджеты и бюджетные показатели согласованы друг с другом алгоритмически – некоторая несогласованность появляется в этих бюджетах лишь в силу ручных корректировок и не играет существенной роли.

Планирование «от достигнутого», как и наличие множества итераций, является характеристикой бюджетирования крупных стабильных организаций методом «снизу вверх». Разумеется, такой метод мог бы применяться и при планировании «сверху вниз», но на практике это происходит редко.

Помимо специфики рынка, необходимость многоитерационного планирования связана еще и с организацией управления, степенью ее централизации или децентрализации. Особенно велико число итераций, необходимых для согласования бюджетов, в компании:

- являющейся частью более крупной холдинговой структуры;
- имеющей множество филиалов и подразделений.

В основном, бюджетное планирование, корректировка и контроль исполнения бюджетов, реализуются по одной из двух моделей:

- модель скользящего планирования (фиксированного горизонта планирования);
- модель фиксированного периода планирования.

В рамках **модели скользящего планирования** производится регулярная корректировка планов структурных подразделений и компании в целом. Эта корректировка осуществляется на основе фактических результатов финансово-хозяйственной деятельности компании за прошедший период. Соответственно, скользящий бюджет

регулярно корректируется по прошествии периода путем добавления к периоду планирования одного интервала времени и вычитания одного истекшего периода. Таким образом, компания располагает планом на фиксированное количество месяцев (горизонт планирования), причем сам бюджет постоянно поддерживается в актуальном состоянии, с учетом данных, которые имеются на момент его перепланирования.

В рамках модели ежегодного планирования план формируется на год (реже – на 3-5 лет) вперед в помесечной и поквартальной разбивке. При этом по мере исполнения бюджета корректировке подвергаются только показатели текущего года, ранее включенные в план. Планирование показателей на дополнительный период не осуществляется, в силу чего горизонт планирования постепенно сокращается к концу финансового года.

Хотя скользящее планирование, безусловно, является более прогрессивным методом управления, обеспечивающим непрерывность этого процесса, однако в ряде случаев высокая сложность не позволяет реализовать эту технологию. Главной проблемой скользящего бюджетирования является не столько своевременный контроль исполнения, сколько необходимость частого согласования бюджетов. Для компаний, использующих метод формирования бюджетов «снизу вверх», сложность и длительность процедуры бюджетирования делает ежемесячное скользящее планирование нереальным. В редких случаях такие компании прибегают к промежуточному варианту – ежеквартальному скользящему планированию, но подавляющее их большинство (особенно в составе холдинговых структур) вынуждены использовать модель фиксированного периода планирования.

В первую очередь детальность планирования и контроля исполнения бюджета зависит от рентабельности компании, наличия у нее «подушки», позволяющей избегать провалов в финансировании даже при неисполнении доходной или превышении расходной части бюджета. Чем ниже рентабельность, тем больше усилий приходится прикладывать компании для планирования себестоимости, детальной идентификации и контроля затрат, выравнивания денежного потока.

При рассмотрении компаний, входящих в состав более крупных структур – холдингов, групп компаний и т.п. – следует заметить, что уровень рентабельности таких организаций определяется не только внешними обстоятельствами – рынками, на которых они действуют, но и внутренней политикой финансового управления, применяемой в рамках холдинга. Особенно важным этот фактор становится для компаний в составе вертикально интегрированных структур. Для таких образований обычной является практика трансфертного ценообразования, связанная с нерыночными методами перераспределения прибыли внутри группы путем произвольного назначения цен во внутреннем обороте. Особенно характерна такая политика для вертикально интегрированных бизнесов с замкнутым или почти замкнутым производственным циклом. Зачастую для этих структур трансфертное ценообразование является не столько целенаправленной политикой, но вообще единственно возможной – при отсутствии реального рынка на продукцию (товары и услуги) внутренних переделов. В такой ситуации для компании, входящей в состав вертикально интегрированной структуры, уровень рентабельности может искусственно удерживаться на границе безубыточности. Менее характерно такое положение дел для горизонтально интегрированных бизнесов – как из-за отсутствия значимых потоков во внутрихозяйственном обороте, так и из-за того, что такая практика однозначно рассматривается как «демпинг» и пресекается антимонопольными органами.

Последним по очередности – но не по важности – фактором, от которого зависят требования компаний к постановке технологии бюджетирования является принятый **метод распределения затрат и формирования себестоимости продукции.**

На практике для калькулирования себестоимости используются обычно два основных метода:

- Метод полного распределения затрат (Absorption costing)
- Метод распределения затрат по переменным издержкам (Direct costing)

Выбор метода распределения существенным образом зависит от двух основных факторов: цели расчета себестоимости и связи с бухгалтерским учетом.

Метод полного распределения затрат имеет ряд существенных недостатков, влияющих на качество управленческих решений, принимаемых на его основе. В качестве основных нужно отметить эффекты капитализации убытков в составе запасов незавершенного производства и готовой продукции, а также генерирование неверных решений в отношении производственного планирования при существенном изменении спроса – путем стимулирования избыточного выпуска при падении и недостаточного – при росте реализации. Казалось бы, в этих условиях метод формирования себестоимости по переменным затратам должен использоваться в большинстве систем бюджетного управления.

На практике этого не происходит. Причина состоит не в отсутствии финансовой компетенции менеджмента, а в объективных причинах, вынуждающих его следовать более сложному и менее корректному методу полного распределения затрат. Поскольку большинство компаний, использующих бюджетное управление, входят в состав холдинговых и мультифилиальных структур, они сталкиваются со специфическими проблемами. В особенности это касается необходимости участия в бюджетном процессе не только подразделений самой компании, но и ее головной организации. В этих условиях вопросы прозрачности бюджетов начинают доминировать над факторами их экономической целесообразности. Для вертикально интегрированных, а также диверсифицированных групп компаний эта проблема встает особенно остро. Менеджмент головной организации, принимающий участие в согласовании бюджетов, вынужден стремиться к единообразию и сопоставимости показателей планов, формируемых дочерними предприятиями различного профиля. Обеспечить такую сопоставимость при использовании метода Direct costing затруднительно, поскольку поведение затрат, их деление на условно-постоянные и условно-переменные слишком сильно зависит от внутренней практики ведения бизнеса дочерними предприятиями.

Эту тенденцию усиливает необходимость использования показателей бухгалтерского учета для контроля исполнения бюджетов дочерних компаний – в противовес показателям внутреннего управленческого (производственного) учета. Последний оказывается слишком специфичным и непрозрачным для головных организаций, чтобы использовать его для согласования и утверждения бюджетных лимитов.

Отметим, что использование методов полного распределения или распределения по переменным издержкам связано с разными технологическими трудностями. При использовании метода распределения по переменным издержкам главная проблема состоит в классификации затрат на основе анализа их поведения. Такая классификация оказывается возможна для растущих компаний, но затруднительна для компаний, работающих на стабильных, медленно меняющихся рынках. Поэтому использование этого метода, несмотря на всю его методическую привлекательность и простоту, характерно для самостоятельных компаний на этапе их экстенсивного или интенсивного роста. С другой стороны, метод полного распределения затрат влечет значительные методические и технологические проблемы, связанные с выбором баз распределения, а также с реализацией сложных алгоритмов, необходимых для формирования себестоимости.

В настоящее время для целей автоматизации процедур бюджетного планирования и бюджетного контроля используются решения различного класса:

- Электронные таблицы
- Финансовые модули корпоративных учетных систем (ERP класса)
- Специализированные решения для поддержки задач бизнес-аналитики (BI – системы)

Каждый из этих способов имеет свои достоинства и недостатки (таблица 3)

Поскольку система внутрифирменного бюджетирования представляет собой не просто формальную процедуру учета и внешней отчетности, а является управленческой технологией, то в зависимости от структуры бизнеса и практики управления компанией, ее финансовая структура, а, следовательно – состав, структура и содержание бюджетов, методика их формирования и система автоматизации могут различаться. Рассмотрение различных вариантов построения бюджетирования позволяет сделать важный вывод о наличии глубокой связи технологии бюджетного планирования с особенностями функционирования компании в рыночной среде и содействию увеличения стоимости. Благодаря этим особенностям методика и требования к автоматизации бюджетирования не могут быть выбраны произвольным образом – их содержание жестко диктуется особенностями финансовой структуры и регламента.

Основными аспектами, определяющими содержание методики и регламента, являются:

- Состояние рынка, на котором действует компания (рост, стабильность, стагнация) и степень конкуренции, в особенности – имеющей характер ценового давления, в совокупности определяющими текущий этап жизненного цикла предприятия.
- Степень сложности той бизнес-системы, частью которой является компания и степень ее самостоятельности в такой бизнес-системе.
- Рентабельность компании, зависящая как от текущего состояния рынка, так и от степени самостоятельности организации в составе более крупных (вертикально интегрированных) холдинговых структур.

Таблица 1. Отличительные черты бюджетного управления

Делегирование ответственности за достижение конкретных финансово-экономических показателей на тот уровень предприятия, где данные показатели непосредственно формируются.
Обеспечение координации подразделений (ЦФО) компании за счет консолидированного планирования всех показателей и установления им планов, связанных друг с другом в рамках единой финансовой модели.
Использование финансовых показателей доходов, расходов, денежных поступлений и выплат – как для постановки целей перед подразделениями, так и для определения круга их полномочий по принятию самостоятельных решений (а не успешность мероприятий как в функциональном подходе).
Делегирование полномочий по самостоятельному принятию текущих финансовых решений на тот уровень управления, который способен принимать их наиболее оперативно с детализацией финансовых планов до конкретных лимитов затрат и выплат, закрепляемых за ЦФО.
Анализ финансовых показателей (прежде всего, через план-фактные отклонения) и проверка их на соответствие поставленным финансовым целям.
Формирование и использование финансовой структуры - иерархии центров финансовой ответственности (ЦФО) - для делегирования полномочий по принятию различных финансовых решений и закрепление ответственности за их достижение.

Таблица 2. Основные инструменты бюджетного управления

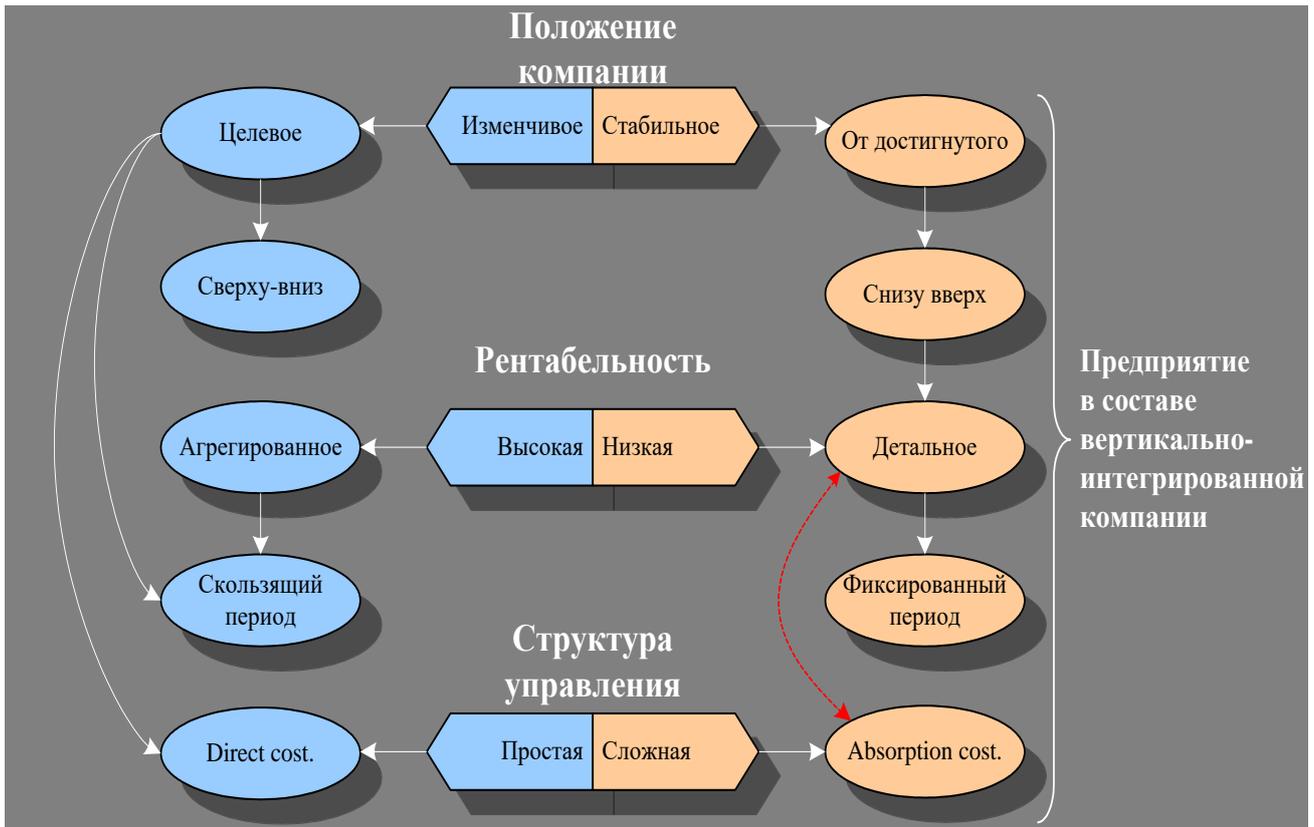
Финансовая структура компании, в рамках которой осуществляется бюджетное управление. Финансовая структура задает объем ответственности и полномочий подразделений, методы их мотивации на исполнение бюджетов.
Регламент бюджетирования, описывающий процессы и процедуры финансового планирования, механизмы исполнения бюджета, принятия текущих решений и контроля бюджетных лимитов, контроля и анализа исполнения бюджета по мере завершения отчетного периода.
Методика бюджетирования, описывающая порядок планирования, расчета и агрегирования бюджетных показателей, контроля их исполнения. Кроме того, методика бюджетирования определяет состав и структуру бюджетов, формируемых в компании.
Система автоматизации бюджетирования, обеспечивающая сбор, согласование, утверждение и обработку данных в ходе бюджетного процесса – в соответствии с методикой бюджетного управления.

Таблица 3. Информационные системы, используемые для поддержки бюджетирования

	Достоинства	Недостатки
Электронные таблицы	Простота и общеупотребительность, доступность для работы множества неквалифицированных пользователей Нетребовательность к каналам связи с центральным хранилищем данных, позволяющая организовать распределенную работу пользователей.	Сложность реализации моделей, неизбежность ошибок и несбалансированности бюджетных расчетов Громоздкость бюджетных расчетов, невозможность одновременной работы с данными множества пользователей Длительность расчетов, не позволяющая получать бюджетную отчетность «по требованию»

	<p>Низкая стоимость, позволяющая организовать работу с данным большим числом пользователей</p>	<p>Отсутствие единых справочников не позволяет поддерживать изменения бюджетной модели</p> <p>Ограниченные возможности бюджетных расчетов</p> <p>Ограниченные возможности в части работы с большими объемами данных</p> <p>Отсутствие инструментария для точного калькулирования себестоимости</p>
<p>Модули транзакционных учетных систем (ERP)</p>	<p>Развитая функциональность в части бюджетных расчетов</p> <p>Возможность распределенной работы пользователей с данными</p> <p>Наличие единой базы данных, позволяющая поддерживать связность и корректность бюджетных моделей</p> <p>Развитый инструментарий настройки отчетности</p>	<p>Недостаточная эффективность обработки больших массивов данных</p> <p>Нехватка инструментария, необходимого для оперативного многомерного анализа бюджетных показателей</p> <p>Жесткость системы, высокие затраты на модификацию бюджетных моделей</p> <p>Высокая стоимость, не позволяющая внедрять указанные решения в масштабах крупной компании только для решения проблем бюджетного управления.</p>
<p>Специализированные BI-системы</p>	<p>Развитая функциональность в части бюджетных расчетов, методов консолидации и агрегирования данных</p> <p>Высокая эффективность обработки больших массивов данных, многомерного анализа бюджетных показателей</p> <p>Наличие единого хранилища данных, обеспечивающего связность и корректность бюджетных моделей</p> <p>Гибкость системы, наличие развитого инструментария для построения и модификации бюджетных моделей</p> <p>Приемлемая стоимость для решения специализированных задач</p>	<p>Высокие требования к каналам связи пользователя с центральным сервером информационной системы.</p> <p>OLAP-технологии не предназначены для массового обмена данными и синхронизации хранилищ между множеством удаленных серверов.</p>

Схема 1. Влияние внешних факторов на методику бюджетирования



Изменение структуры центры ответственности при переходе компании к стоимостной системе управления.

центр ответственности (ЦО)

центр затрат

центр закупок

центр управленческих расходов

центр доходов

центр инвестиций

центр стоимости

контролируемая маржинальная прибыль

концепция управления по целям - MBO (англ. management by objectives)

Разработка качественной системы управления в настоящее время актуальна для многих компаний. Исходная точка создания системы — персонификация ответственности за принятие решений и определение структуры центров ответственности. Для каждого центра ответственности отдельно формулируются цели, составляются планы, ведется учет результатов, оценивается деятельность руководителей и сотрудников.

Центры ответственности (ЦО) (англ. responsibility centers) - форма организации управленческого контроля в децентрализованных компаниях (многофилиальных, с дочерними и аффилированными фирмами), при которой большая часть управленческих решений, направленных на обеспечение выполнения компанией ее целей (миссии), принимается на низших уровнях управления. При этом менеджеры низших уровней (структурных подразделений) отчитываются за результаты своей работы перед вышестоящими (нередко для централизованного управленческого контроля и обеспечения общего следования целям компании высшее руководство создает так называемые финансовые комитеты, включая в их состав руководителей низовых подразделений).

Такая детализация учета позволяет отслеживать денежные средства, контролировать источники возникновения доходов и расходов максимально объективно диагностировать состояние компании.

Выделяют следующие центры ответственности (рис. 1):

- подотчетный только за затраты - центр затрат (англ. cost center),
- подотчетный за выручку - центр доходов (англ. revenue center),
- подотчетный за затраты и обеспечение выручки - центр прибыли (англ. profit center),
- подотчетный за затраты, выручку и инвестиции - центр инвестиций (англ. investment center),
- центр стоимости (англ. value center), который устанавливает параметры эффективности, исходя из определения результата по экономической, а не бухгалтерской прибыли.

Центр затрат — структурное подразделение, ответственное за выполнение определенного объема работ (производственного задания) в рамках выделенных на эти цели ресурсов. К данному типу ЦО относится, как правило, большинство подразделений компании. В первую очередь производственные (цеха основного и вспомогательного производств, сервисные подразделения). При этом у центра затрат могут быть и доходы (например, выручка от реализации транспортным подразделением услуг на сторону), но если величина их незначительна, а оказание данных услуг не является основным бизнесом компании, ЦО определяется как центр затрат. Как правило, менеджеры центров затрат не несут ответственности за отклонение от нормативного уровня деятельности управляемого ими центра. Они отвечают за эффективность деятельности, обусловленной внешним

спросом в пределах производственных возможностей центра издержек. Менеджеры центров затрат не определяют ценовую политику производимой продукции и не могут отвечать за величину выручки или прибыли. Инструментами бюджетного управления для данного типа ЦО выступают Бюджет производства (производственная программа) и Бюджет затрат (или Смета затрат). Как разновидность центров затрат могут выделяться центры закупок и центры дискреционных затрат:

- центры закупок — это разновидность центра затрат, он несет ответственность за своевременное и в полном объеме снабжение предприятия необходимыми материальными ресурсами в рамках выделенных на эти цели лимитов. К таким центрам ответственности относятся, например, отделы снабжения. Инструментами бюджетного управления для данного типа ЦО выступают Бюджет закупок (может включать в себя расходы на транспортировку) и Смета затрат.

- центры дискреционных затрат представляют собой единицы, деятельность которых сложно оценить в финансовых категориях или где нет строгого соотношения между затраченными ресурсами и достигнутыми результатами. Примерами центров дискреционных затрат являются центральные и административные департаменты, отделы исследования и развития, и некоторые виды маркетинговой деятельности, как реклама, продвижение и т.п. Например, центр управленческих расходов — это разновидность центра дискреционных затрат, он отвечает за качественное исполнение функций управления. К данному типу относится аппарат управления компании, в большинстве случаев без разделения его на структурные составляющие (управления, отделы). Инструментом бюджетного управления для данного типа ЦО выступает Смета управленческих расходов.

Центр нормативных затрат в отличие от центра дискреционных затрат позволяет оценить количество и качество выпуска и его производство меньшими затратами, чем закладывалось изначально и является хорошим индикатором эффективности.

Ключевыми показателями центра затрат являются объемы выполняемой работы (производственные задания), качественные показатели по выпуску продукции, величина и структура затрат на выпуск продукции и ее себестоимость, показатели эффективности использования средств производства и трудовых ресурсов и др.

Центр доходов — структурное подразделение, ответственное за сбытовую деятельность компании. Ее эффективность определяется максимизацией доходов компании в рамках выделенных для этих целей ресурсов. Центры доходов приобретают готовую продукцию у производственного подразделения и несут ответственность за ее продажу и дистрибуцию. Если у таких центров есть полномочия закладывать цену продажи, то они отвечают за валовую выручку, которую генерируют. Если же ценовая политика закладывается извне, то менеджеры подотчетны в части проданного физического объема и набора продукции. Для получения адекватного представления о деятельности центров доходов необходимо применение понятия маржинальных затрат каждой единицы в целях увеличения мотивации центра максимизировать маржинальную прибыль, а не выручку от продаж.

Инструментами бюджетного управления для данного типа ЦФО выступают Бюджет продаж и Смета сбытовых расходов (назначение, структура данных документов и порядок работы с ними будут рассмотрены в следующих публикациях).

Ключевыми показателями для центра доходов являются объемы продаж, денежных поступлений, состояние дебиторской задолженности, объемы затрат, связанных с реализацией продукции, на собственное содержание и др.

Данные виды центров имеют ограниченные возможности влияния на принятие решений. Менеджеры центров затрат могут управлять ресурсами по собственному усмотрению, но выпуск определяется и реализовывается другими центрами. Центры доходов отвечают за продажу продукции, но не оказывают влияния на их производство. Дискреционные центры затрат предоставляют услуги и функции персонала в интересах компании.

Существенное увеличение свободы действия менеджеров возникает, когда они наделяются полномочиями и ответственностью, как за производство, так и за продажи. В этом случае они могут принимать решения относительно того, какую продукцию и как производить, какого качества, ценовой категории, и каким образом обеспечивать дистрибуцию. Менеджеры могут принимать решения по способу распределения ресурсов среди разных позиций выпускаемой продукции. Они также имеют возможность оптимизировать деятельность своих центров через сбалансированность цен, объемов, качества и затрат. Центры, где менеджеры наделены полномочиями оперативного управления и принятия решений и оцениваются уровнем прибыли, называются центрами прибыли.

Центр прибыли — структурное подразделение (или компания в целом), ответственное за финансовый результат от текущей деятельности. В большинстве случаев ответственность за текущую прибыль (или убыток) несет руководство компании. В отдельных случаях в составе компании могут выделяться центры прибыли, ответственные за финансовый результат по какому-либо виду деятельности. Центрами прибыли являются единицы, менеджеры которых имеют полномочия принимать решения относительно источников снабжения и выбора рынков сбыта. В целом, центры прибыли реализовывают подавляющее большинство выпускаемой продукции внешним контрагентам и самостоятельно выбирают источники снабжения большинства сырья и материалов, товаров и услуг.

В составе центра прибыли могут находиться нижестоящие по иерархии центры дохода и центры затрат. Инструментом бюджетного управления для данного типа ЦО (не считая Бюджетов продаж, закупок, затрат) выступает Бюджет доходов и расходов (БДР).

Деятельность центра прибыли оценивается по всем вышеперечисленным показателям, а также по показателям финансовой и экономической эффективности текущей деятельности: рентабельность, структура оборотного капитала, доходность активов и пр.

Важную роль в оценке эффективности функционирования центров прибыли играет маржинальная прибыль, оценивающая вклад подразделения в общую прибыль компании и накладные расходы. Некоторые дивизионные накладные расходы, такие как, затраты на постоянные активы могут быть вызваны прошлыми инвестиционными решениями корпоративного руководства, кроме того, уровень заработной платы часто устанавливается централизованно. Маржинальная прибыль важный показатель для понимания прибыльности подразделения, но не для эффективности деятельности менеджмента, если он не наделен полномочиями реструктуризировать или влиять на инвестиции или персонал, т.к. эти затраты не будут контролируемыми для него.

Контролируемая маржинальная прибыль - наилучший показатель эффективности деятельности менеджера подразделения, поскольку отражает способность последнего использовать эффективно ресурсы под своим контролем и усмотрению. Контролируемая маржинальная прибыль представляет собой разницу между валовой выручкой подразделения и всеми прямыми затратами, контролируемыми менеджером. Они включают в себя постоянные затраты, возникшие от использования не прямых трудозатрат, косвенных материалов и коммунальных расходов. Менеджер подразделения имеет возможность влиять на эти постоянные затраты, так как они постоянны независимо от уровня производства и загрузки мощностей. Сложность использования данного показателя заключается в правильном распознавании контролируемых и неконтролируемых постоянных затрат. Например, амортизация, страхование и имущественные налоги на основные средства могут быть контролируемыми, если у менеджера есть полномочия распоряжаться этим имуществом, и будут неконтролируемыми, если у него нет такого права. Также, несмотря на то, что уровень заработной платы сотрудников может устанавливаться централизованно, менеджер может выбирать их количество и, тем самым, контролировать эти постоянные затраты.

В целом, центры прибыли заметно различаются среди разных компаний, будучи сильно зависимыми от организационной структуры всей компании и подходом к децентрализации.

Центр инвестиций — структурное подразделение (или компания в целом), ответственное за эффективность инвестиционной деятельности. Традиционным заблуждением является определение в качестве центра инвестиций подразделения, занимающегося планированием и контролем инвестиционной деятельности (например, инвестиционного управления). Дело в том, что окончательные решения инвестиционного характера принимает руководство компании и несет за них всю полноту ответственности. Инструментом бюджетного управления для данного типа ЦО выступает Бюджет инвестиций, а также Прогнозный баланс (или Бюджет по балансовому листу). В масштабах всей компании, как правило, центр инвестиций совпадает с центром прибыли и, в таком случае, центр ответственности определяют как центр прибыли и инвестиций. Центры инвестиции несут ответственность за эффективность инвестирования средств, а также за выручку и затраты, включая прямые и накладные расходы. Менеджеры центров инвестиций имеют максимальные полномочия не только в принятии краткосрочных оперативных решений, но и в определении объема и типа инвестиций.

Показатели центра инвестиций дополнительно включают показатели эффективности инвестиционной деятельности (период окупаемости, ROI) и финансового состояния предприятия в целом (такие, как коэффициенты финансовой независимости и устойчивости и др.).

Таким образом, тип центра ответственности определяет права и ответственность структурного подразделения за назначенные для него финансовые показатели, являющиеся составной частью финансового результата компании в целом.

Логическим продолжением внедрения стоимостной модели управления является выделение **центра стоимости**, который устанавливает параметры эффективности, исходя из определения результата по экономической, а не бухгалтерской прибыли.

Использование **центра стоимости** обуславливается целями управления крупным капиталом, когда без постоянной оценки быстроменяющейся внешней и внутренней среды с точки зрения не только полученных, но и упущенных доходов, невозможно текущее управление компанией. Крупные сильно диверсифицированные компании сталкиваются с необходимостью максимально точного определения стоимости каждого бизнеса и оценки перспектив ее изменения.

Ключевым показателем для центра стоимости является экономическая прибыль. Сегодня для того, чтобы быть конкурентоспособной, компании нужен менеджмент, сориентированный не на обеспечение собственникам требуемой доходности, а на поиск путей превышения этого показателя.

Таким образом, современный стиль управления нацелен на решение таких задач, как:

1. обеспечение доходности выше затрат на капитал;
2. постоянный мониторинг формирующейся стоимости бизнеса;
3. мотивация собственников к увеличению стоимости бизнеса.

Следовательно, планирование результата для всех остальных **центров ответственности** должно осуществляться исходя из предполагаемой экономической прибыли, рассчитанной **центром стоимости**. Именно экономической прибылью измеряется финансовый успех корпорации.

Центр стоимости включает в себя все перечисленные свойства центра инвестиции, но обладает еще более широкими полномочиями. В центре стоимости все три вида деятельности — основная, инвестиционная и финансовая — осуществляются в полном объеме, вплоть до эмиссии ценных бумаг, естественно, за исключением только обыкновенных акций и конвертируемых в обыкновенные акции ценных бумаг. Иначе это привело бы к размыванию контроля над подразделением, что по определению противоречит сущности холдинговой компании. Это единственное ограничение в

деятельности центра стоимости, в остальном же этот центр независим в том объеме, в котором может быть независимо подконтрольное подразделение. Это высшая степень децентрализации для любой компании, будь то холдинговая или нет. Такие субъекты холдинга в операционном и стратегическом плане являются независимыми субъектами. Они имеют подробные отчеты о прибылях и убытках и детальные балансовые отчеты, которые содержат основные статьи оборотного капитала, оборудования, заводов и беспроцентных обязательств, как, например, запасы и резервы.

Центр стоимости может принимать инвестиционные решения, как по их привлечению, так и сам выступать в качестве инвестора. Поэтому центр стоимости является наилучшим для оценки созданной стоимости объектом.

Роль центров ответственности усиливается в случае их сочетания с системой управления по целям. **Концепция управления по целям - МВО (англ. management by objectives)**, была разработана П. Друкером и специалистами компании «Дженерал электрик». Основное содержание данной концепции выражается в четком определении целей (желаемых результатов работ) для всех сотрудников, в формировании реальных целевых программ и в объективной оценке результатов на каждом этапе достижения поставленных целей. Несмотря на большие потенциальные возможности концепции управления по целям, практика ее применения зачастую оказывалась неудачной в процессе постановки целей. Так, на стадии принятия решений происходит разделение главной цели (целей) на определенную совокупность целей, устанавливаемых для каждой структурной единицы предприятия с учетом ее роли в процессе функционирования предприятия в целом.

На стадии реализации принятых решений проводится отслеживание и анализ того, какие затраты и доходы складываются в каждом из центров ответственности, каковы величины отклонений формирующихся в каждый данный момент показателей от их плановых (сметных) значений, выявляются причины их возникновения и влияние этих отклонений на формирование показателей предприятия в целом.

Наконец, по завершении отчетного периода изучается, как реально функционировали центры ответственности, как это отразилось на конечных результатах работы предприятия и насколько эффективны оказались те регулирующие (корректирующие) воздействия, которые предпринимались для согласования деятельности отдельных центров ответственности между собой, во-первых, и будущих затратных и финансовых показателей с плановыми (сметными), во-вторых. Формирование системы центров ответственности предполагает решение двух принципиальных вопросов:

1. идентификацию того или иного подразделения по соответствующему типу центра ответственности;
2. определение целевых и, соответственно, контролируемых показателей по каждому центру ответственности.

Поэтому формирование целей в **центре стоимости** приобретает с течением времени все большее значение в управлении компанией.

Система ключевых показателей эффективности деятельности центров ответственности служит основой для построения бюджетной модели. Часть из них могут прямо включаться в бюджетные формы (например, задание по выручке), часть не относится прямо к бюджетным показателям (например, рентабельность). При использовании бюджетирования сверху вниз показатели эффективности служат также основой для формирования бюджетных заданий. В любом случае при определении ключевых показателей эффективности нужно учитывать, что они должны иметь численное значение и носить однозначный характер.

Учет по **центрам ответственности** требует организации постоянного потока информации в компании. В этих целях применяют т.н. матрицу затрат, строки которой соответствуют центрам ответственности, а столбцы - производственным программам (производству отдельных видов продукции). В ячейках матрицы содержится информация об элементах затрат, необходимых для выполнения конкретных программ в данном

центре ответственности Суммирование этих данных по строкам дает руководству сведения по центру ответственности, используемые для контроля и управления, а по столбцам - информацию по программам (товарам, услугам), необходимую для ценообразования и определения рентабельности программ. Деятельность менеджеров центров ответственности оценивают по результативности (степени достижения планируемых или желаемых результатов) и по эффективности (минимизации затрат ресурсов на выпуск продукции). Поскольку управленческий контроль включает человеческий фактор, при создании различных типов центров ответственности учитывают ряд субъективных аспектов - мотивацию, поведение участников, стимулы, потребности.

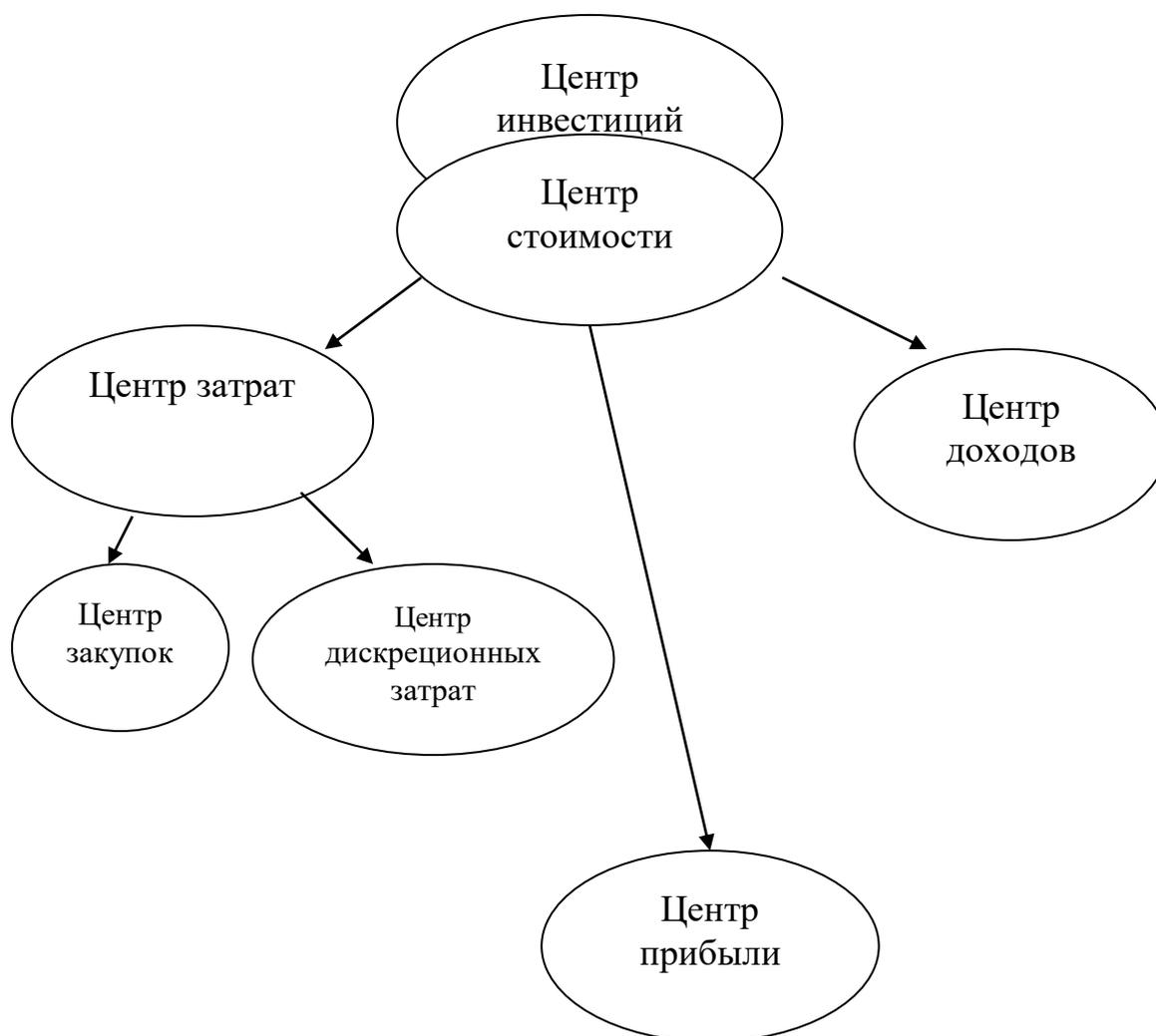


Рисунок 1. Система взаимодействия центров ответственности

8. Управленческие процессы как фактор повышения стоимости компании

1. Стратегический управленческий учет в системе управления стоимостью бизнеса
А.В. Скибинский, «Финансовый и стратегический консалтинг», старший консультант
2. Риск-менеджмент и управление стоимостью компании
Т.Н. Черкасова, к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит, Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносова
3. Организационное развитие в системе управления рисками и стоимостью
А.Ю.Жданов, Руководитель аппарата генерального директора ОАО «ГМК «Норильский никель»
4. Инструмент оптимизации учета затрат на персонал.
А. В. Каслина, руководитель отдела развития Управляющей компании «АНКОР Холдинг»
5. Управление инвестиционной деятельностью – организационный аспект
А.В. Скибинский, «Финансовый и стратегический консалтинг», старший консультант
6. Секьюритизация активов как механизм управления стоимостью компании
О.С. Байдина, к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит, Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносова
7. Планирование деятельности компании на основе показателя экономической прибыли
*И. А. Кишин, к.э.н., зав. кафедрой менеджмента Казанского государственного университета (г. Казань)
Н. М. Габдуллин, зам. по экономике главы КФХ «Чемпион» (г. Набережные Челны),*
8. Бюджетирование как инструмент повышения эффективности управления компанией
9. Изменение структуры центры ответственности при переходе компании к стоимостной системе управления.
А. В. Каширова, к.э.н., доцент кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносова

10.1. Создание стоимости в диверсифицированной компании

диверсифицированная компания
реструктуризация бизнеса
формирование и управление бизнес-портфелем
внешняя реструктуризация
внутренняя реструктуризация
эффективность диверсификации

Диверсификация – это объективный процесс, присущий развитой рыночной экономике и используемый компаниями с целью снижения рисков, расширения сферы деятельности, повышения эффективности использования ресурсов и создания дополнительных возможностей роста.

В развитых странах процесс диверсификации начался в 50-х годах XX века и наибольшее развитие получил в 70-е годы. Начиная с середины 80-х годов, разочарование в диверсификации привело к появлению новой тенденции в экономике – стремлению к концентрации. Данная тенденция сопровождалась активной реструктуризацией и продажей непрофильных активов. В 90-е годы происходит пересмотр влияния диверсификации на эффективность функционирования компаний, появляются свидетельства того, что диверсификация может быть эффективной и приводить к росту стоимости компании. В 90-е годы диверсификацию производства начинают проводить компании на развивающихся рынках, в том числе и на российском рынке.

По сути, **диверсификация компании** – это процесс ее роста за пределы основного бизнеса. Как видно из схемы 1, диверсификация – процесс достаточно сложный и многогранный, а сами диверсифицированные компании могут заметно отличаться по своей организационной структуре, по уровню диверсифицированности бизнеса, а также по методам построения и управления бизнес-портфелем. Вместе с тем все диверсифицированные компании имеют в своем составе несколько бизнесов, так что, несмотря на их различия, можно выделить некоторые универсальные особенности создания стоимости, которые топ-менеджерам необходимо учитывать для построения эффективного диверсифицированного бизнеса.

Сравнительный анализ преимуществ и недостатков диверсификации и концентрации показывает, что для компании в определенный момент развития может оказаться выгодным осуществление диверсификации. Однако некоторые потенциальные преимущества диверсификации могут превращаться в недостатки или не давать никакого эффекта в том случае, если они не подкреплены эффективными инструментами внутренней координации и мотивации менеджмента. Основные преимущества и недостатки диверсификации компании представлены в таблице 1. В ходе формирования и управления диверсифицированной компанией необходимо помнить, что для того чтобы диверсификация способствовала созданию стоимости, компании необходимо повышать отдачу от «полезных» свойств стратегии диверсификации и снижать влияние ее негативных эффектов, находя наилучшее соотношение между ними.

Несмотря на то, что результаты исследований влияния диверсификации на стоимость компании пока нельзя назвать однозначными, тем не менее, последние работы ряда известных специалистов указывают на положительную взаимосвязь между диверсифицированностью бизнеса компании и ее стоимостью, отмечая, что в ряде компаний диверсификация позволила создать до 30 процентов стоимости. Таким образом, опровергается высказанная ранее точка зрения на диверсификацию как на недостаточно

эффективный процесс, приводящий к разрушению примерно 10-15 процентов стоимости бизнеса.

Анализируя результаты прикладных исследований, следует помнить, что средние значения выгод или издержек диверсификации должны служить неким ориентиром, показателем, отражающим общую картину, а не положение дел в каждой отдельно взятой диверсифицированной компании. Среди диверсифицированных компаний можно с легкостью найти как финансово успешные, создающие значительную стоимость, так и компании, деятельность которых с точки зрения акционеров является неудовлетворительной. Да и сами авторы эмпирических исследований часто указывают на заметные различия в деятельности отдельных групп диверсифицированных компаний. Так, компании, активно управляющие своим портфелем бизнесов, являются более эффективными со стоимостной точки зрения, чем их менее «расторопные» конкуренты. Можно отметить и еще один интересный результат: компании, придерживающиеся стратегии связанной диверсификации часто показывают результаты лучше, чем компании, бизнес которых сильно диверсифицирован. С другой стороны, и к этому «противостоянию» связанной и несвязанной диверсификации можно подобрать примеры, демонстрирующие обратное. Так, результаты деятельности компании General Electric (типичного представителя сильно диверсифицированных конгломератов) вполне положительны. Бизнес-портфель этой компании на протяжении многих лет создает значительную акционерную стоимость.

Соответственно, для создания стоимости в диверсифицированной компании важно грамотное использование преимуществ диверсификации и верный подход к **формированию и управлению бизнес-портфелем**. Для оценки качества бизнес-портфеля и его управления часто используется портфельный анализ. Существует несколько финансово-экономических матриц, с помощью которых диверсифицированная компания способна провести сравнение бизнесов, находящихся в ее портфеле. К числу наиболее известных (своего рода «классических») относится матрица Бостонской консалтинговой группы (BCG), разделяющая бизнесы на 4 группы в зависимости от темпов роста отрасли и доли рынка. С помощью матрицы BCG можно осуществлять стратегическое управление бизнес-портфелем.

Финансовое управление бизнес-портфелем диверсифицированной компании осуществляется, например, с помощью матрицы, включающей по одной из осей показатель «экономическая прибыль», а по другой – показатель «потенциал рынка», определяющийся темпами роста рынка и его привлекательностью (*рисунок 1*). При осуществлении финансового анализа бизнесы диверсифицированной компании размещают в соответствующие сегменты матрицы. Бизнесы, попадающие в верхний правый сегмент, относятся к наилучшим в компании, это так называемые «звезды». Их необходимо развивать в первую очередь, осуществлять в них новые капиталовложения, проводить активные маркетинговые мероприятия и иным образом пытаться увеличить долю рынка и отрыв от основных конкурентов.

Бизнесы, попадающие в верхний левый сегмент, работают на привлекательном рынке, однако их деятельность недостаточно эффективна, и в настоящее время они разрушают стоимость. Нужен поиск способов повышения рентабельности их деятельности, снижения величины инвестированного в них капитала (конечно, не в ущерб будущей эффективности), иными словами, этим бизнесам необходима внутренняя реструктуризация (ее виды представлены на *рисунке 2*).

Бизнесы диверсифицированной компании, попадающие в нижний правый сегмент, создают стоимость, но потенциал их роста невысок. Осуществлять новые инвестиции в эти бизнесы нецелесообразно, возможно требуется рассмотреть стратегию выхода из бизнеса, ведь со временем поток экономической прибыли, вероятно, будет снижаться и в перспективе экономическая прибыль, скорее всего, будет равна нулю. Следует спрогнозировать перспективы этого бизнеса и принять нужные решения на основе составленного прогноза.

Бизнесы, попадающие в нижний левый сегмент, не относятся ни к бизнесам, создающим стоимость, ни к бизнесам, функционирующим на привлекательном рынке. Их нужно перепрофилировать или иным способом реструктуризировать, либо даже рассматривать возможность их полной продажи, т.к. вероятно, что эти бизнесы либо неэффективны сами по себе, либо плохо сочетаются с корпоративным портфелем и для какого-то покупателя могут представлять большую ценность, чем для текущего владельца.

В ходе анализа нужно также оценить тренд используемых показателей, так как может оказаться, что низкое значение экономической прибыли – явление временное, связанное, к примеру, с новыми инвестициями, которые пока еще не начали окупаться. Для этого можно воспользоваться трендовым анализом или техниками сглаживания данных, к примеру, простейшей техникой – определением среднего показателя экономической прибыли за несколько периодов.

По мере своего развития типичный бизнес проходит цикл от состояния бизнеса, разрушающего стоимость, но действующего на привлекательном рынке, к состоянию бизнеса-«звезды», а затем к состоянию «генератора денежных средств и стоимости» для диверсифицированной компании, работая на менее привлекательном рынке, но создавая экономическую прибыль. В идеале в портфеле компании не должно быть бизнесов, рынок сбыта которых является недостаточно привлекательным и вдобавок не создающих экономическую прибыль. Наличие подобных бизнесов в корпоративном портфеле говорит об определенных просчетах в управлении, ведь топ-менеджменту следовало заранее предусмотреть порядок и способы осуществления их реструктуризации. Следует отметить, что портфель должен быть достаточно сбалансированным, включающим в себя как бизнесы-«генераторы денежных средств», так и потенциальные «звезды», работающие на привлекательном рынке и обладающие потенциалом развития. В такой ситуации бизнес диверсифицированной компании будет как достаточно устойчивым, так и создающим акционерную стоимость.

Конечно, портфельный анализ не должен быть единственным средством, применяемым для управления диверсифицированной компанией. Использовать портфельный анализ нужно в совокупности с другими методами управления компанией, в частности, вкуче с методами оценки и управления стоимостью бизнеса. Управление стоимостью диверсифицированной компании традиционно производится как управление стоимостью ее отдельных бизнесов. Стоимость всей компании складывается из стоимостей ее бизнесов, с учетом влияния на стоимость деятельности корпоративного центра. В ходе финансового анализа для каждой составляющей части диверсифицированной корпорации нужно выделить ключевые факторы стоимости, определяющие основные направления, по которым этот бизнес создает стоимость для владельцев компании. Декомпозиция факторов стоимости бизнеса обычно осуществляется по схеме, схожей с анализом факторов стоимости сфокусированной компании. Дополнительно производится определение величины стоимости, создаваемой доходами и затратами, связанными с деятельностью корпоративного центра. Их дисконтированное сальдо прибавляется к сумме стоимостей отдельных бизнесов. Расчет стоимостей отдельных бизнесов и выделение факторов создания стоимости позволяет определить общую картину создания стоимости всей диверсифицированной компании.

Принимая решение о судьбе бизнесов, разрушающих стоимость диверсифицированной компании, следует оценить и проанализировать различные способы их реструктуризации. Обобщенная классификация видов реструктуризации представлена на *рисунке 2*. Классификационным признаком выступает степень и направленность изменения бизнес-портфеля. **Внешняя реструктуризация** предполагает изменение состава и/или структуры портфеля бизнесов диверсифицированной компании и передачу части активов внешним инвесторам. **Внутренняя реструктуризация** позволяет создавать стоимость с помощью

улучшения качества использования факторов стоимости отдельных бизнесов в рамках корпоративного портфеля.

Преимущества внешней реструктуризации в том, что при ее осуществлении появляется возможность привлечь к управлению бизнесом сторонних инвесторов, которые могут обладать более глубокими знаниями в области управления выделяемыми бизнесами и иметь определенные ноу-хау, позволяющие увеличивать создаваемую бизнесом стоимость. В то же время, внешняя реструктуризация может быть чревата потерей тех бизнесов, которые не приносят стоимости сейчас, но имеют определенный потенциал и возможности принести значительную стоимость при благоприятном стечении обстоятельств, к примеру, при неожиданном изменении рыночной конъюнктуры. Поэтому в ходе финансового анализа не стоит забывать о необходимости прогнозирования различных вариантов развития ситуации. Следует также рассмотреть возможность применения методов оценки стоимости, основанных на методологии реальных опционов.

Преимущества внутренней реструктуризации в том, что диверсифицированная компания не теряет контроль над своими бизнесами, увеличивая эффективность их деятельности без отчуждения части создаваемой ими стоимостью в пользу конкурентов. В то же время, у диверсифицированной компании не всегда находятся нужные стимулы, чтобы осуществить внутреннюю реструктуризацию с максимальной отдачей, так что результаты внутренней реструктуризации могут быть «скромнее», чем внешней, да и экономический эффект от внешней реструктуризации обычно проявляется быстрее, чем от реструктуризации внутренней.

Вышеприведенные аргументы говорят о том, что нельзя однозначно отдавать предпочтение тому или иному виду реструктуризации без тщательной финансовой оценки. Таким образом, важнейшим этапом в процессе принятия решения о реструктуризации является определение создаваемой в этом процессе стоимости. Важным является применение соответствующих подходов к оценке стоимости при принятии решений об осуществлении того или иного вида реструктуризации. К примеру, в случае продажи бизнеса стратегическому инвестору, стоимость будет создаваться, когда величина посленалоговых денежных поступлений от продажи бизнеса превышает либо суммарную величину получаемых от его деятельности дисконтированных ожидаемых свободных денежных потоков (free cash flow to firm) за вычетом стоимости обязательств этого бизнеса, либо суммарную величину получаемых от его деятельности дисконтированных ожидаемых свободных денежных потоков на собственный капитал (free cash flow to equity).

Для принятия решения о проведении реструктуризации следует провести финансовую оценку различных вариантов внутренней и внешней реструктуризации и выбрать тот вариант, осуществление которого создаст максимальную акционерную стоимость.

Итак, можно выявить ряд условий **эффективности диверсификации**. Основное условие эффективности - осуществление диверсификации в пределах оптимального уровня, который определяется равенством предельных издержек и выгод диверсификации. Из-за невозможности четкой формализации и оценки некоторых видов издержек и выгод диверсификации рассчитать оптимальный уровень диверсификации достаточно сложно, но существует ряд сигналов, свидетельствующих о приближении компании к оптимальному уровню диверсификации, среди которых: динамика рентабельности капитала и избыточных денежных потоков, пределы стабилизации денежных потоков. Второе условие - решение агентской проблемы и преодоление неэффективности использования денежных потоков компании. Решение агентской проблемы, в свою очередь, предполагает обеспечение достаточно высокой доли менеджмента в собственности компании и зависимости его вознаграждения от результата деятельности компании и построение организационной структуры компании, минимизирующей издержки координации и контроля. Эффективная

организационная структура также позволяет компании реализовать возможности по достижению эффекта синергии и преодолеть неэффективность использования ресурсов компании. Эффективность диверсификации также обусловлена темпами ее проведения. Темпы расширения деятельности компании не должны превышать темпы создания инвестиционных ресурсов. Это условие соблюдается путем выбора новых продуктов с учетом их стадий жизненного цикла, а также стадий жизненного цикла «старых» продуктов компании. Для эффективности проводимой диверсификации необходимо учитывать не только стадии жизненного цикла новых продуктов, но и стадию жизненного цикла отрасли, в которую выходит компания. Наиболее эффективно включение в диверсифицированную компанию бизнесов, находящихся на разных стадиях жизненного цикла.

Все факторы, влияющие на эффективность диверсификации, могут быть систематизированы в три группы:

Макроэкономические факторы:

- Общее состояние развития экономики.
- Цикличность развития экономики.
- Устойчивость институциональной среды.

Мезоэкономические факторы:

- Темпы роста отрасли.
- Острота внутриотраслевой конкуренции.

Микроэкономические факторы:

- Производственная и управленческая структура компании.
- Квалификация менеджеров и всего персонала.
- Организационная культура в компании.

Компания имеет возможность управлять факторами третьей группы, влиять на факторы второй и вынуждена подстраиваться под факторы первой. Соблюдение сформулированных условий и учет и управление обозначенными факторами позволяет компании успешно осуществлять диверсификацию.

В заключение следует отметить, что создание стоимости в диверсифицированной компании во многом зависит от наличия у ее топ-менеджмента стоимостного мышления. Понимание необходимости создания стоимости как цели функционирования бизнеса во многом способствует принятию отвечающих интересам акционеров решений даже без осуществления тщательного финансового анализа. Конечно, ни в коем случае нельзя отрицать важность проведения финансовой оценки, но наличие стоимостного мышления само по себе заставляет задумываться о долгосрочных последствиях управленческих решений. Зачастую даже этого бывает достаточно для предотвращения разрушающих стоимость действий. Поэтому топ-менеджерам особенно важно развивать стоимостное мышление как основу для создания стоимости диверсифицированной компании.

Схема 1. Виды диверсификации

По цели диверсификации:

- диверсификация, направленная на укрепление стратегического положения основного бизнеса;
- диверсификация, направленная на постепенный выход из основного бизнеса;
- диверсификация, направленная на поиск синергетического эффекта от объединения бизнесов;
- диверсификация, направленная на снижение рисков ведения бизнеса;
- диверсификация, направленная на использование появляющихся возможностей в различных отраслях экономики.

По родственности бизнесов диверсифицированной компании:

- связанная диверсификация, например, развитие сегмента мобильной связи в компании-операторе телефонной сети фиксированной связи;
- несвязанная диверсификация, например, объединение оператора связи и компании, занимающейся строительным бизнесом.

По объединению в рамках цепочки создания стоимости (value chain):

- вертикальная интеграция – объединение бизнесов вверх и вниз по цепочке создания стоимости, например, горнорудного предприятия и металлургического завода;
- горизонтальная интеграция – объединение бизнесов, находящихся на одном уровне цепочки создания стоимости, например, двух металлургических заводов;
- формирование конгломерата – объединение бизнесов, задействованных в разных цепочках создания стоимости, например, объединение вертикально-интегрированной металлургической компании и производителя электроники.

По уровню диверсифицированности бизнеса:

- слабо диверсифицированные (доля основного бизнеса более 80%);
- средне диверсифицированные (доля основного бизнеса 40%-80%);
- сильно диверсифицированные (доля основного бизнеса менее 40%).

Таблица 1. Преимущества и недостатки диверсификации

Преимущества диверсификации	Недостатки диверсификации
возможность возникновения синергетического эффекта от объединения бизнесов	для возникновения синергетического эффекта часто требуется приложение значительных усилий
возможность реализации крупных проектов как в деловой, так и в социальной сфере	опасность роста бюрократизации процесса принятия решений
снижение риска банкротства: <ul style="list-style-type: none"> • удержание устоявшихся деловых контактов и связей • сохранение стоимости компании • сохранение социальной стоимости, предотвращение увольнений сотрудников и снижения качества их жизни из-за банкротства предприятия 	рост и диверсификация компании может быть вызван не необходимостью создания стоимости, а агентской проблемой – желанием топ-менеджмента управлять крупной, «престижной» компанией (к примеру, по величине активов или по уровню сложности бизнеса) вне зависимости от размера создаваемой ей стоимости
снижение рисков денежных потоков, повышение величины и снижение стоимости внешнего финансирования, привлекаемого диверсифицированной компанией	на эффективном рынке капитала снижение рисков достигается диверсификацией портфеля ценных бумаг, что нередко дешевле и быстрее диверсификации бизнеса
повышение доходности бизнеса за счет усиления рыночных позиций диверсифицированной компании	увеличение компании может вести к усложнению системы ее управления
использование потенциала налогового планирования диверсифицированной компании	

Рисунок 2. Виды реструктуризации



Структура управления активами компании

*система управления активами
добавленная стоимость бизнеса
программа управления активами
модель Ольсена*

Описание функциональной структуры управления активами

Понятие **структуры управления активами** является достаточно интегральным понятием, объединяющим основные элементы процессов финансовой оптимизации бизнеса, управления стоимостью компании, разработки единой корпоративной системы мотивации персонала.

Базовыми компонентами, без которых система управления активами не может функционировать в большинстве компаний, как на развитых, так и на растущих рынках являются следующие:

- определение сильных и слабых сторон компании,
- разработка регламентно-методических документов, необходимых для стратегического планирования,
- инициирование процесса стратегического планирования,
- формализация целевых установок развития группы акционерами и менеджментом,
- анализ внутренней и внешней среды компании,
- группировка целевых установок и формирование видения развития группы,
- подготовка решения о критериях выбора стратегических альтернатив управления активами,
- формирование набора стратегических альтернатив (длинный список),
- анализ и оценка стратегических альтернатив, формирование короткого списка стратегических альтернатив,
- разработка финансовых моделей стратегических альтернатив, в рамках построения единой корпоративной модели управления стоимостью холдинга,
- детальное описание выбранной стратегической альтернативы, предполагающее ее каскадирование до управленческих звеньев всей системы управления компанией,
- разработка плана стратегического управления активами компании не менее чем на 5 лет. В данном случае, процедуры управления активами и процесс стратегического планирования становятся полностью взаимосвязанными процедурами.
- разработка функциональных стратегий управления разными активами холдинга. На данном этапе активы разбиваются на промышленные, финансовые и венчурные,
- корректировка плана стратегического управления активами компании.

После детальной разработки программы управления активами формируется перечень мероприятий, реализация которых должна обеспечить достижение стратегических целей и решение стратегических задач управления активами. Реализация указанного структурного плана управления активами позволит также определить:

- ожидаемые результаты реализации мероприятий по управлению активами,
- ожидаемые затраты, связанные с реализацией мероприятий,
- желаемую форму завершения мероприятий – выход из бизнеса, расширение бизнеса, поиск стратегического либо финансового партнера по проекту,
- сроки завершения и ответственных исполнителей мероприятий

Внедрение структуры управления активами – формирование добавленной стоимости бизнеса

Принятие руководством компаний ориентиров в области бизнес – решений, основанных на подобном подходе к управлению компанией, позволяет выделить основные факторы стоимости, что в условиях нехватки инвестиционного ресурса создаст благоприятные

условия для участия западных компаний и фондов в акционерном капитале корпораций, функционирующих на растущих рынках.

Одним из возможных инструментариев для реализации программы управления активами бизнеса компаний, является методика экономической прибыли, позволяющая определять добавленную стоимость, создаваемую в данной конкретной отрасли.

Использование **модели добавленной стоимости** при анализе финансово – экономических показателей процесса управления активами имеет ряд преимуществ перед другими подходами. В частности, определяется абсолютное значение прироста капитала компании в конкретный момент времени. Анализ дисконтированных денежных потоков не позволяет учесть данный фактор, по причине необходимости прогнозирования будущих денежных потоков с высокой степенью вариации. В условиях неопределенности относительно целевых установок акционеров, данный прогноз содержит ряд существенных допущений, отклонение от которых может происходить с высокой степенью вероятности.

Модель Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model, модель ЕВО) является одной из наиболее перспективных современных разработок в оценке стоимости компании. Она позволяет использовать преимущества доходного и имущественного подходов, в некоторой степени минимизируя их недостатки. Данная модель особенно интересна компаниям, функционирующим на растущих рынках, так как в ней учитываются множество факторов, затрудняющих определение стоимости компании: использование конечных горизонтов прогнозирования, различие между постоянными и единовременными прибылями и денежными потоками, а также влияние учетной и управленческой политики на будущие денежные потоки, прибыли и дивиденды.

Именно данная модель используется большинством управляющих компаний для определения эффективности выбранной структуры управления активами в рамках того или иного инвестиционного проекта.

Подход, применяемый в модели Ольсона, тесно переплетается с концепцией экономической добавленной стоимости – *EVA* (economic value added). Экономически добавленная стоимость за период t может быть представлена как

$$EVA_t = \text{прибыль}_t - r \cdot \text{капитал}_{t-1}$$

где капитал $_{t-1}$ – стоимость всех активов компании в начале периода t , r – стоимость привлечения и обслуживания капитала за период t (в процентах), прибыль $_t$ – фактическая прибыль, полученная от использования капитала за период t . Очевидно, что увеличить экономическую добавленную стоимость можно 3-мя способами: 1) увеличить прибыль, используя прежний объем капитала; 2) уменьшить объем используемого капитала, сохраняя прибыль на прежнем уровне; 3) уменьшить расходы на привлечение капитала.

Пусть прибыль $_t = EBI_t$ (прибыль до выплаты процентов) = *NOPLAT* $_t$ (чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов);

$r = WACC$ (средневзвешенные затраты на капитал);

капитал $_{t-1} = TA_{t-1}$ (совокупные активы).

Учитывая, что EBI_t / TA_{t-1} есть рентабельность активов, то $EVA_t = (EBI_t / TA_{t-1} - WACC) \cdot TA_{t-1} = (ROA_t - WACC) \cdot TA_{t-1}$.

Также возможно определить *EVA*, приходящуюся на акционерный капитал. Тогда прибыль $_t = NI_t$ (чистый доход),

$r = r_t$ (стоимость акционерного капитала),

капитал $_{t-1} = SE_{t-1}$ (акционерный капитал) = B_{t-1} (стоимость чистых активов).

Учитывая, что NI_t / B_{t-1} – это рентабельность собственного капитала (ROE), можно записать следующее:

$$EVA_t = NI_t - r \cdot B_{t-1} = (ROE_t - r) \cdot B_{t-1}$$

Стоимость компании зависит как от уже инвестированного капитала, так и от её будущей доходности, поэтому можно предположить, что стоимость фирмы равна сумме стоимости её чистых активов и текущей стоимости *EVA* за все время её существования:

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} EVA_{(t+i)}$$

Учитывая, что стоимость чистых активов компании в конце периода (B_t) равна их стоимости в начале (B_{t-1}) плюс прибыль (NI_t), полученная за этот период за вычетом выплаченных дивидендов (D_t), то $B_t = B_{t-1} + NI_t - D_t$, тогда, не имея данных о времени функционирования конкретной бизнес линии, можно записать

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t \cdot [NI_{(t+i)} - r_c \cdot B_{(t+i-1)}]}{(1 + r_c)}, \text{ где } E_t[\dots] - \text{ожидаемое значение параметров}$$

Необходимо также добавить, что методы, связанные с дисконтированием прибыли или денежных потоков, не учитывают большой объем информации о стоимости компании, содержащийся в бухгалтерском балансе. В результате возникает эффект «растянутой» во времени стоимости бизнеса.

Данная растянутость бизнеса не позволяет учесть ни длительность реализации проектов инвестиционными фондами, ни предельное выражение рисков, связанных с изменением структуры капитала в рамках проекта.

Модель Ольсона менее подвержена этому эффекту, поскольку значительный вес в ней имеют реально вложенные в компанию инвестиции – её чистые активы, а прогнозируется только та часть денежного потока, которая действительно увеличивает стоимость компании – «остаточная прибыль». Важно и то, что модель дает возможность отслеживания эффективности каждого вложенного в бизнес рубля: то есть помимо того, что мы определяем некоторую “фундаментальную” стоимость компании, попутно возможно сопоставление результатов оценки бизнеса с эффективностью финансово – хозяйственной деятельности за определенный промежуток времени.

Таким образом, методический подход к определению эффективности структуры управления активами, основанный на методике добавленной стоимости, позволяет выявить основные составные части экономической прибыли компаний, функционирующих в различных отраслях.

Рисунок 1



Рисунок 2



10. 4. Механизм управления активами с использованием метода Фаульза

*методы кластеризации активов
модель Фаульза*

В последнее время особенно распространены различные методы кластеризации активов для их отнесения к сходным группам. Подобная практика применима не только для финансовых вложений, но и для стратегических инвестиций, осуществляемых крупными промышленными холдингами.

Среди предпосылок для использования подобного рода моделей можно выделить следующие:

- Сложность процесса управления активами внутри крупных холдингов,
- Неоднородность денежных потоков, генерируемых различными активами в течение определенного периода времени,
- Сегментация инвесторов по принципу принятия различной степени рисков, концентрация на специальной группе активов,
- Различные методы учета эффективности управления активами при реализации и внедрении стратегий для различных типов инвесторов.

Методика управления активами и сегментации бизнес – подразделений

Инвестиционная практика показывает, что иногда производить комплексную оценку бизнеса не только нельзя, но и невозможно, с точки зрения эффективности управления активами, так как в конкретных случаях мы сталкиваемся с необходимостью оценки бизнес линий или подразделений крупных корпорации в отдельности.

Модель Фаульза является прикладной моделью анализа стоимости активов, в сопоставлении со стоимостью всего комплекса, позволяющей оценить степень эффективности управления активами.

Предположим, что имущественный комплекс компании состоит из 9-ти подразделений. 4 отдела формируют кластер предприятий с высокой стоимостью бизнеса (учитывая также данные о чистой прибыли компании за отчетный период), а 5 – с более низкой (предельная стоимость – 18 млн. ден. ед.).

В рамках стандартных предпосылок модели, предполагается, что весь бизнес готовится к продаже, однако менеджмент не знает, в какой пакет включить линии со стоимостью бизнеса 19 млн. ден. ед. и чистой прибылью 8 млн. ден. ед.

Группы бизнес линий – управленческих единиц	чистая прибыль за t	балансовая стоимость бизнеса
высокая стоимость бизнеса	17	23
	15	22
	15	29
	13	18
низкая стоимость бизнеса	9	18
	6	13
	4	12
	7	13
	4	9

Определяются вектора средних по агрегированным показателям по каждой группе, а также оценки ковариационных матриц S_x и S_y

$$\bar{x} = \begin{pmatrix} 15 \\ 23 \end{pmatrix}; \bar{y} = \begin{pmatrix} 16 \\ 13 \end{pmatrix}$$

$$S_x = \begin{pmatrix} 2.0 & 2.5 \\ 2.5 & 15.5 \end{pmatrix}; S_y = \begin{pmatrix} 3.6 & 5.0 \\ 5.0 & 8.4 \end{pmatrix}, \text{ тогда}$$

вектор $(\bar{x} - \bar{y}) = \begin{pmatrix} 9 \\ 10 \end{pmatrix}$, далее найдем несмещенную оценку суммарной ковариационной

$$\text{матрицы: } \hat{S} = \frac{1}{n_1 + n_2 - \alpha} \cdot [n_1 \cdot S_x + n_2 \cdot S_y] = \begin{pmatrix} 3.714 & 5 \\ 5 & 14.857 \end{pmatrix}.$$

Заметим, что элементы этой матрицы имеют большой смысл: они показывают, какова будет стоимость бизнеса, при объединении нескольких бизнес линий в одну (то есть это своеобразные коэффициенты эффективности концентрации бизнеса).

Данные коэффициенты позволяют стоимостным методом определить группы различных активов, объединение которых позволяет говорить об их идентичности, с точки зрения единых принципов управления активами.

Произведем расчет обратной матрицы $\hat{S}^{-1} = \begin{pmatrix} 0.492 & -0.166 \\ -0.166 & 0.123 \end{pmatrix}$ и вычислим вектор оценок коэффициентов дискриминантной функции

$$\hat{a} = \hat{S}^{-1} \cdot (\bar{x} - \bar{y}) = \begin{pmatrix} 2.768 \\ -0.264 \end{pmatrix};$$

$$\hat{U}_x = X \cdot \hat{a} = \begin{pmatrix} 40.984 \\ 35.712 \\ 33.864 \\ 31.232 \end{pmatrix}; \hat{U}_y = \begin{pmatrix} 20.160 \\ 13.116 \\ 7.904 \\ 15.944 \\ 8.696 \end{pmatrix};$$

Таким образом, можно найти оценку константы дискриминации: $\hat{c} = 1/2 \cdot (\hat{U}_x + \hat{U}_y) = 24.306$ символизирует о том, что реструктуризация предприятий с низкой стоимостью бизнеса и установление риска на уровне средней прибыли преуспевающих предприятий приведет к максимальной стоимости всего комплекса на уровне 24,306 млн. ден. ед.

Нам осталось определить, к какой же группе относится искомая бизнес-линия:

$\hat{U}(z) = 2.768 \cdot 8 - 0.264 \cdot 19 = 16.984$ млн. ден. ед., 16.984 – это максимальная стоимость данной бизнес-линии, с учетом ее индивидуального риска.

Так как $24.306 > 16.984$, то рассматриваемая бизнес линия должна быть включена во вторую группу: именно такое разделение способно принести владельцам максимальную прибыль от продажи вей компании. Безусловным преимуществом модели является то, что мы принимаем во внимание не просто стоимость бизнеса, а сопоставляем ее с результатом деятельности фирмы, тем самым, формируя внутренние группы риска. Промежуточные данные расчета указывают на величины добавленной стоимости всего бизнеса, при его консолидации.

Данная методика диагностирования отдельных подразделений компании особенно полезна, с точки зрения концепции стоимости. Выявление рискованных групп позволяет производить раздельный анализ механизмов обратной связи, которые имеют место быть в

различных компаниях. Особенно полезным является применение данного метода к компаниям с обширными филиальными сетями или к компаниям с большим количеством дочерних структур.

Подобные модели не служат собственно для диагностирования рефлексивных процессов. Они, как уже было сказано выше, позволяют более корректно оценить и выявить данные процессы, с помощью надлежащего расчета базовых показателей финансового состояния компании.

10.4. Матрица управления активами и стоимостью бизнеса

*матрица системной услуги
бизнес процессы создания инвестиционного продукта
структурирование проекта
вспомогательные процессы управляющей компании*

Большинство управляющих компаний в рамках предложения структурированных инвестиционных продуктов своим клиентам используют достаточно простую систему взаимосвязанных процессов, указывающих на связь между процессами формирования инвестиционного проекта, системы мотивации управляющей компании и системы формирования инвестиционного фонда.

Управляющих активами предпочитают “матричную” систему предоставления услуги, с одной стороны, четко формирующей предложение для инвестора по участию в новом инвестиционном проекте, с другой стороны, - позволяющей повышать стоимость уже имеющихся активов клиента.

Ключевыми элементами данной *матрицы системной услуги* являются:

- Описание базовых бизнес – процессов создания инвестиционного продукта в течение заданного периода времени,
- Организация системы управления управляющей компании и инвестиционного фонда, находящегося под управлением. Также важным элементом выступает система организационного функционирования управляющей компании и инвестиционного фонда
- Формирование системы мотивации, позволяющей инвесторам определить граничные финансовые условия создания стоимости холдингов, находящихся под управлением управляющих компаний.

Описание бизнес – процессов

Бизнес процессы создания инвестиционного продукта управляющими компаниями являются комплексными процедурами, позволяющими инвесторам отслеживать во времени уровень эффективности управления собственными активами.

Методика построения бизнес – процесса направлена на снижение инвестиционных рисков на каждом этапе реализации проектов, предлагаемых инвесторам для реализации. Типовой бизнес – процесс описывает всю цепь создания стоимости инвестиционного продукта от момента формирования бизнес идеи, до момента его продажи целевому инвестору и организации системы управления активами (рис. 1).

При этом из описанного ниже процесса вытекают механизмы:

- Формирования доходности и системы мотивации управляющей компании;
- Подход к организации системы управления управляющей компании.

На данном этапе разрабатывается концепция инвестиционного проекта, осуществляется анализ различных рынков, формируются базовые предложения группе инвесторов, осуществляется разработка финансовых моделей (рис. 2, 3).

Перед передачей разработанного проекта на исполнение возникает переходный процесс независимой финансовой оценки и юридической проверки проекта, после чего может быть осуществлен переход проекта на стадию структурирования;

Следует заметить, что именно на данном этапе управляющие компании активно взаимодействуют с аудиторами, финансовыми и юридическими консультантами для детальной проработки инвестиционных проектов, находящихся в управлении компании.

В процессе *структурирования проекта* реализуются следующие основные мероприятия:

- Планирование реализации проекта;
- Финансовое и юридическое структурирование;
- Интенсивный маркетинг.

Приоритетным правом участия в проекте обладает группа целевых инвесторов; права на участие прочих инвесторов удовлетворяются по остаточному принципу. Очевидно, что подобная система организации управляющих компаний позволяет базовым инвесторам не только капитализировать собственные инвестиции, но и с помощью дополнительных соглашений с управляющими компаниями получать доступ к совместным проектам с прочими участниками инвестиционного процесса.

Вспомогательными процессами управляющей компании, помимо процесса создания инвестиционного продукта, являются – бухгалтерский и налоговый учет, юридическое сопровождение, управление персоналом, ИТ, управление безопасностью, делопроизводство. Вспомогательные процессы становятся частью основных при помощи матричной организации инвестиционных проектов в управляющей компании;

Планово – учетная система управляющей компании состоит из нескольких составляющих:

- Операционный план на 1 год;
- Бизнес – план с трех месячной разбивкой, через 2-3 года с момента создания – двухлетний бизнес – план с шести месячной корректировкой;
- Бюджет управляющей компании – затраты на персонал, затраты на ведение проектов и реализацию сделок;

Организация системы управления управляющим компаний – второй элемент матрицы

Как уже было отмечено, основным инструментом принятия инвестиционных решений управляющей компании выступает комитет по стратегии, в который, как правило, входит большинство партнеров группы, а также ряд других базовых менеджеров компании.

Функциональные направления управляющей компании (в разных управляющих компаниях формальные названия функциональных направлений различны) затрагивают (рис. 3,4,5):

- Блок традиционный проектов – как правило - с наличием четких инвестиционных программ, графиков реализации проектов,
- Блок венчурных проектов – отбор реализуемых проектов данной категории осуществляется по принципу мультипликативности. Комитет по стратегии, определяя предельный объем средств, который может быть направлен на реализацию венчурных проектов, формирует границы рискованного инвестирования. Возможность реализации подобных проектов (характеризующихся низкой степенью прогнозируемости денежных потоков) определяется выбранной стратегией инвестора,
- Блок финансовой деятельности – направленный на максимизацию доходности инвестора в рамках финансовых инвестиций.

Создание стоимости и доходность управляющей компании – третий элемент матрицы

Система мотивации большинства управляющих компаний ориентирована на рост стоимости активов ключевых инвесторов, что является базовым условием самого современного процесса управления активами.

Структурно, процесс формирования доходности управляющей компании и механизм создания стоимости для инвестора состоит из следующих частей:

- Установление гарантированной доходности $X\%$ годовых, внутренней – $A\%$;
- При превышении фактической доходности $Y\%$ над $X\%$, разница распределяется в оговоренной пропорции ($Z\%$ в пользу инвестора; $1 - Z\%$ - в пользу управляющей компании) с управляющей компании;
- При превышении фактической $Y\%$ над внутренней $A\%$, разница распределяется в оговоренной пропорции ($N\%$ в пользу инвестора; $1-N\%$ - в пользу управляющей компании).

Основные уравнения доходности выглядят следующим образом:

Доходность инвестора = $X\% + N\%*(A\% - X\%) + N\%*(Y-A\%)$

$$\text{Доходность управляющей компании} = (1 - N\%) \cdot (A\% - X\%) + (1 - N\%) \cdot (Y - A\%)$$

График доходности в рамках процесса управления активами отображен на рис.6. Подобная модель минимизирует конфликт интересов для всех участников инвестиционного процесса. Кроме того, создаются предпосылки для реализации комбинированной услуги, созданной совместными усилиями управляющего и целевой группы инвесторов.

В данном случае, фокус инвестиционной стратегии заключается не в установлении нормативных сроков возврата средств на вложенный капитал, а на росте стоимости бизнеса по прошествии определенного периода времени и реализации стратегии выхода из проекта с помощью механизмов IPO, частного размещения и т.д.

Подобные процессы особенно актуальны в последнее время, когда оценочная практика показывает, что иногда производить комплексную оценку бизнеса не только нельзя, но и невозможно, с точки зрения эффективности управления, так как в конкретных случаях мы сталкиваемся с необходимостью оценки бизнес линий или подразделений корпорации в отдельности.

Возможность приоритетного выборочного участия группы целевых инвесторов в проектах, предлагаемых управляющей компанией, а также различный профиль риска для различных инвестиционных проектов, формирует необходимость разработки механизма инвестиционных ячеек (инвестиционных фондов), с целью предоставления инвесторам гибкости в формировании индивидуально желаемого профиля риска-доходности портфеля инвестиций.

Рисунок 6. Вознаграждение управляющей компании

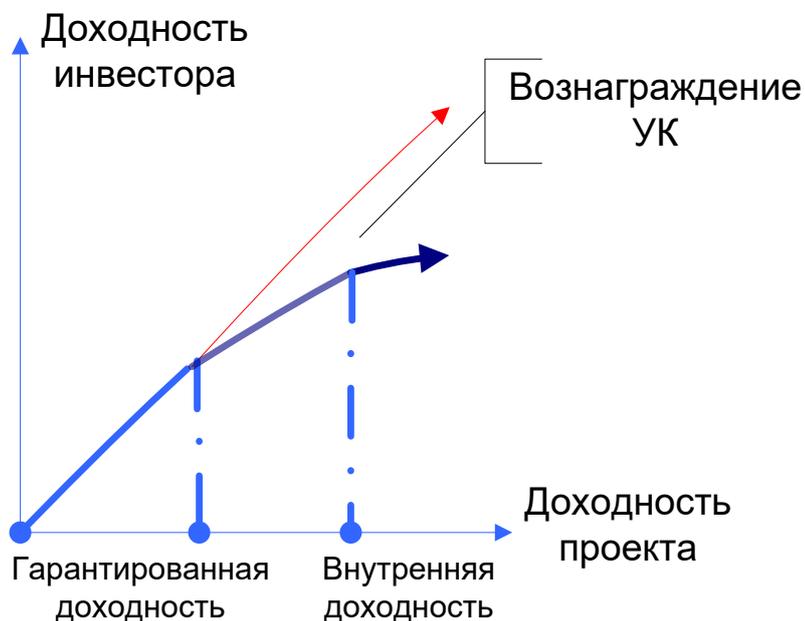


Рисунок 1. Бизнес – процесс создания инвестиционного продукта УК

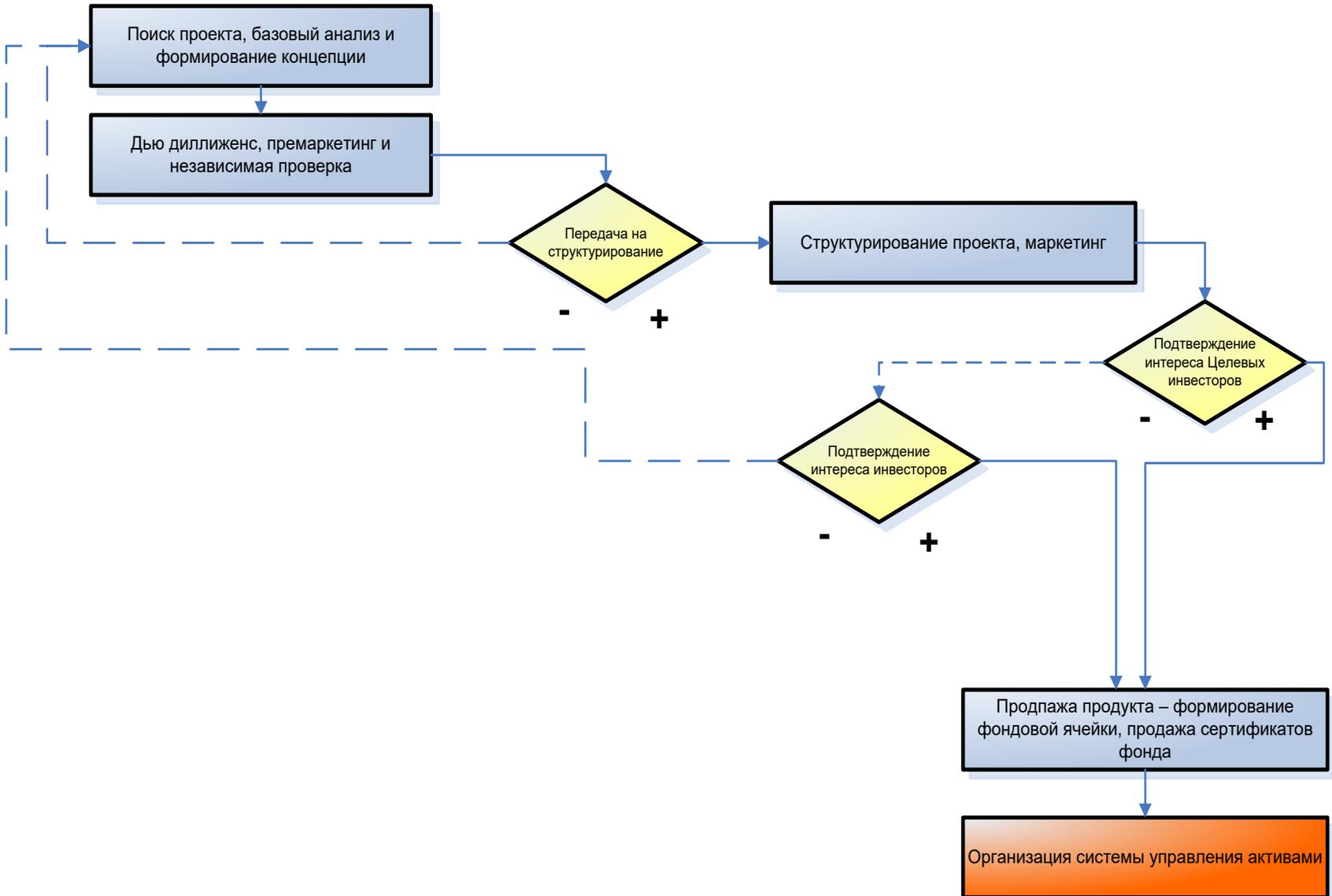


Рис. 2. Бизнес - процесс формирования инвестиционного проекта

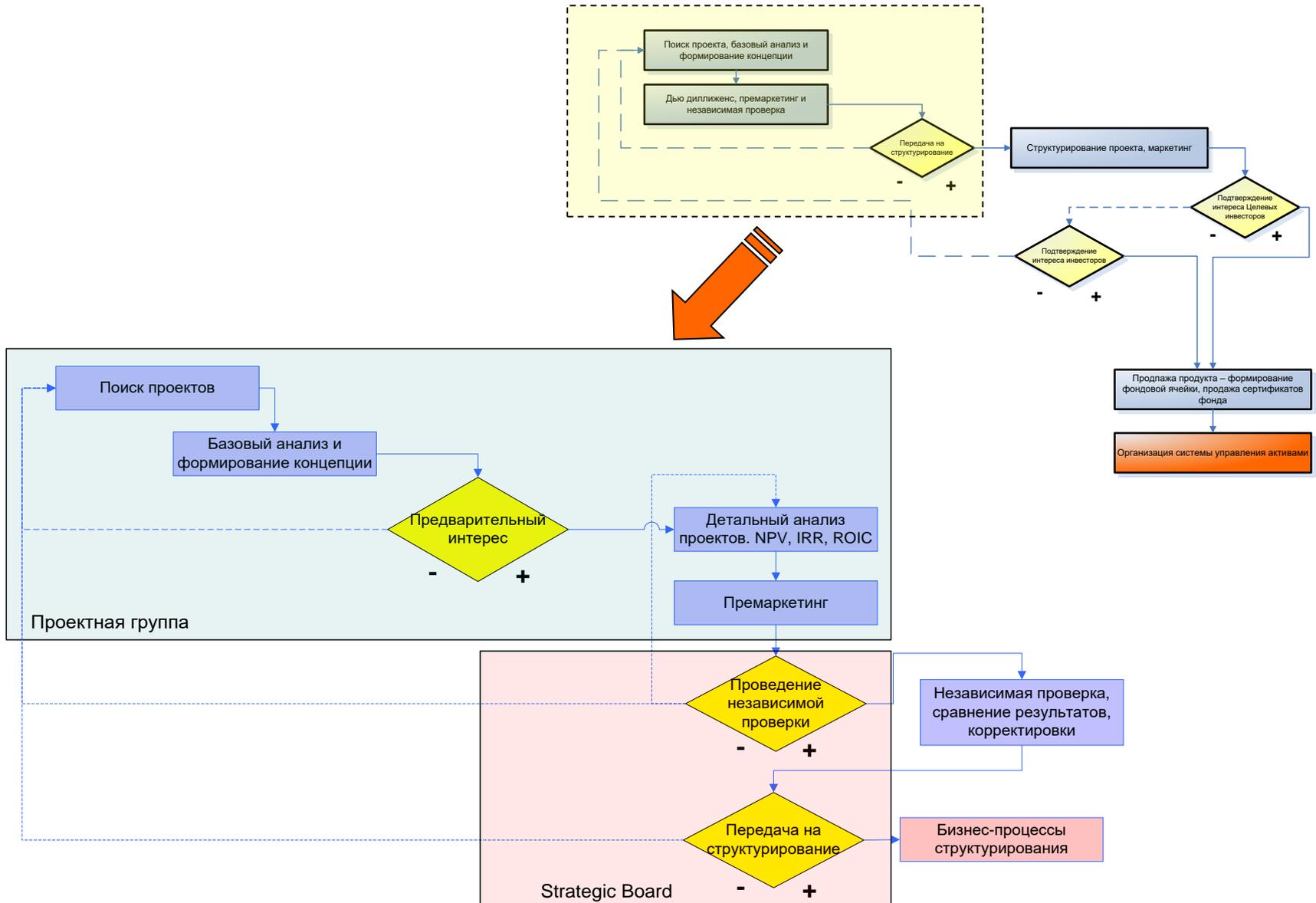


Рис. 3. Процесс структурирования проекта и продажи продукта

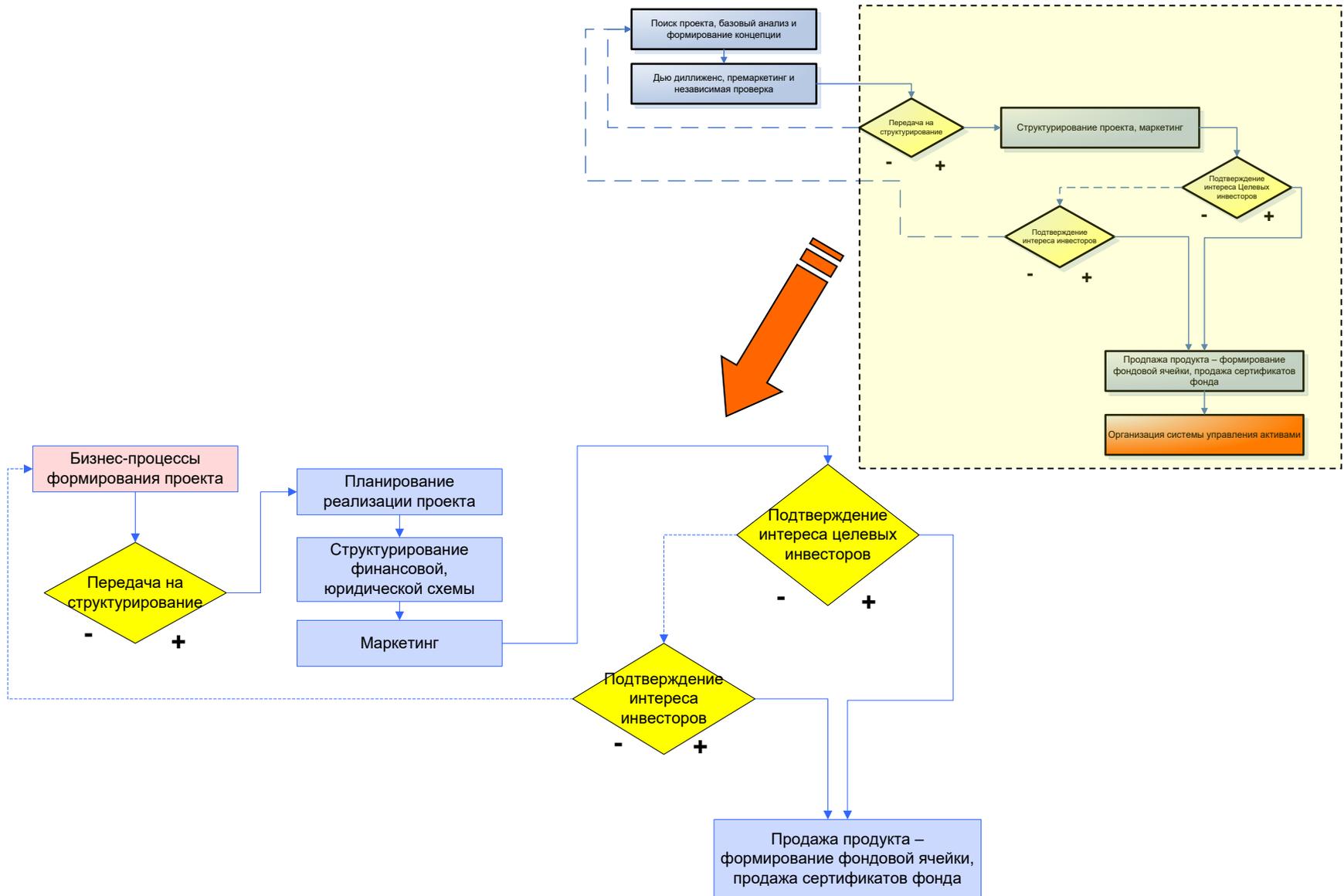


Рис. 4. Анализ вариантов построения организационной структуры УК

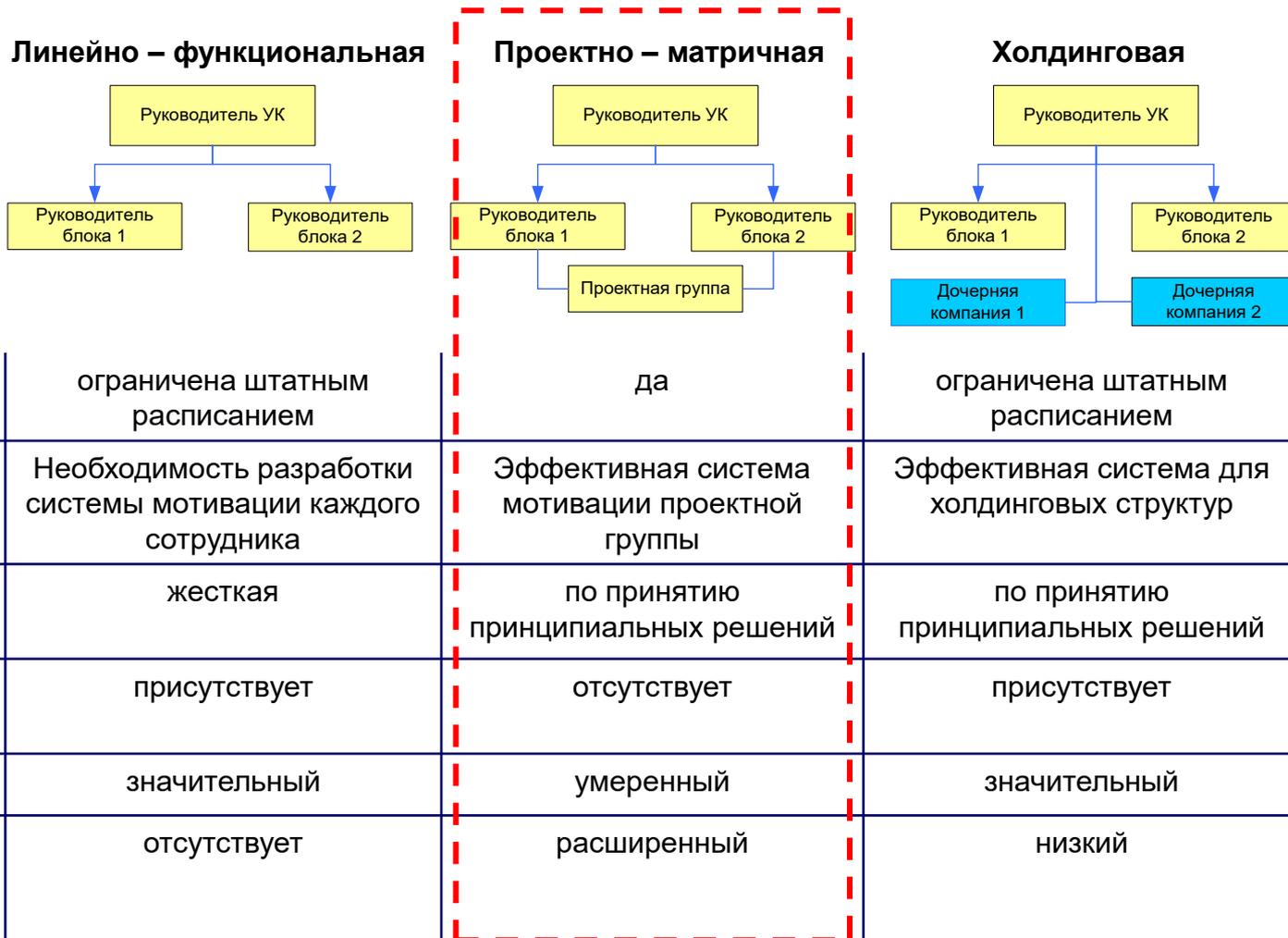


Рис 5. Выбор оптимального варианта организационной структуры для УК

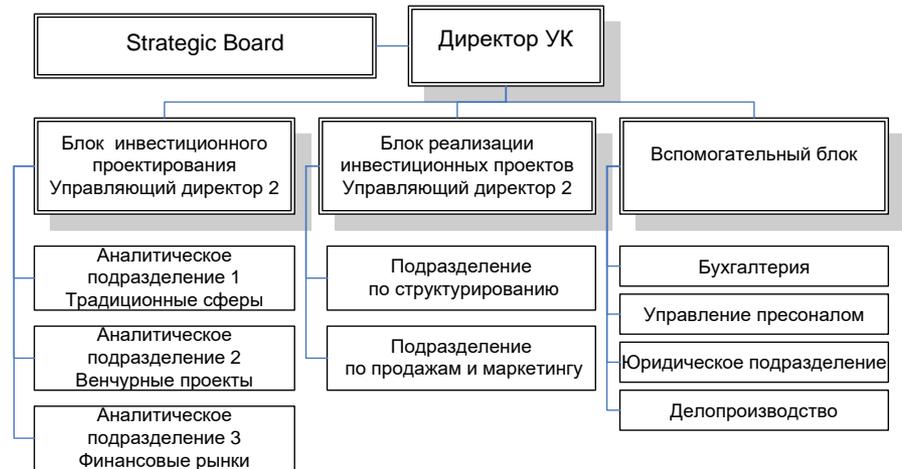
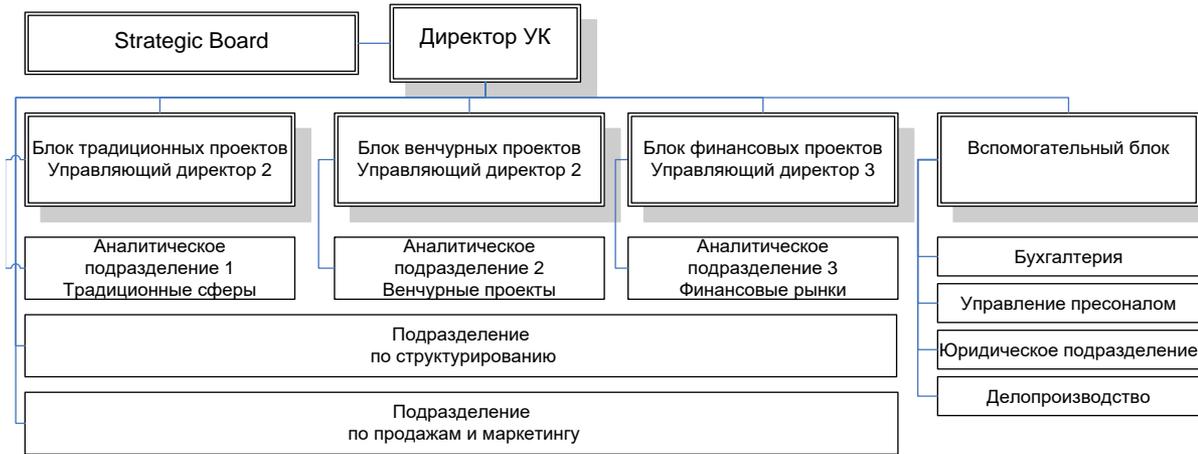
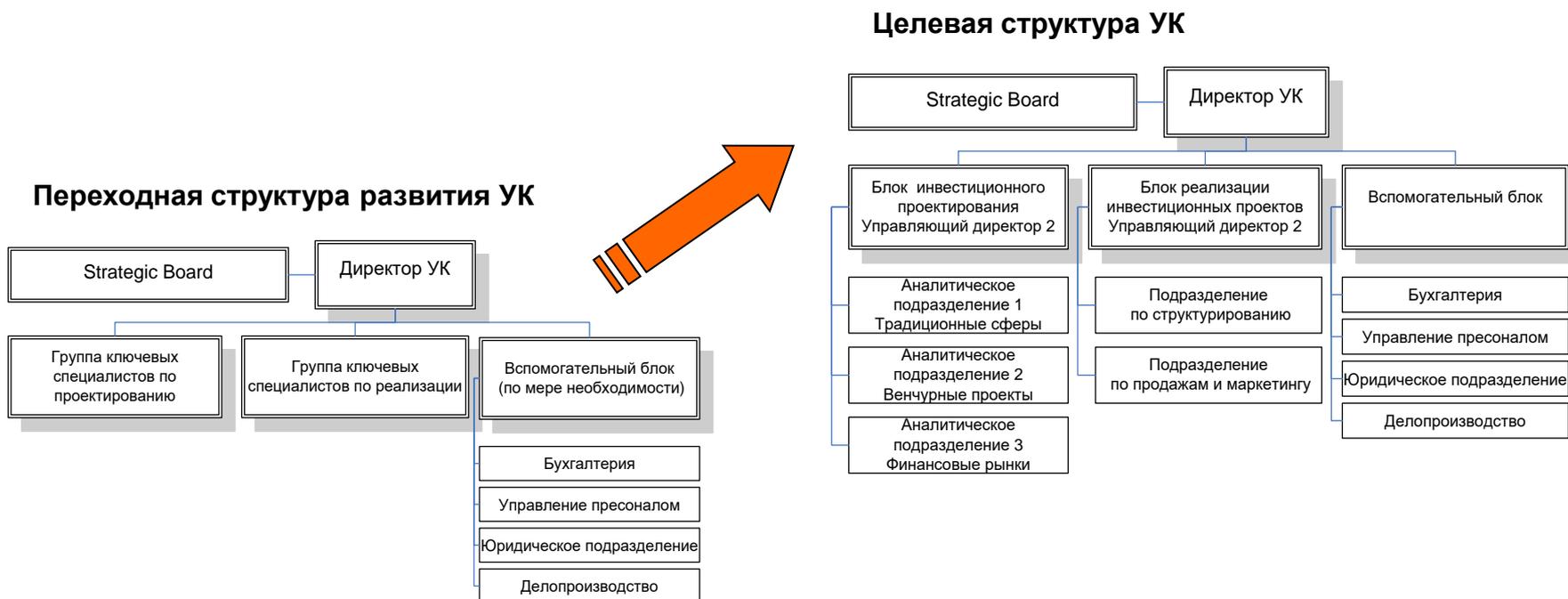


Рис. 6.Переходная и целевая модели организационной структуры УК



Инфраструктура управления активами компании

процесс управления активами

элементы процесса управления активами

виды управляющих компаний

В последнее время для большинства международных корпораций и финансовых компаний особенно характерно формирование специальных механизмов управления активами, являющихся интегральными системами, основанными на базовых принципах корпоративных финансов. В большинстве случаев данные механизмы базируются на основных методиках управления стоимостью бизнеса (рис.1), ставшие типовыми инструментами структурирования **процесса управления активами** для большинства открытых компаний, а также международных холдингов.

Ключевыми подэлементами процесса управления активами выступают (рис.2):

- Разработка единой корпоративной стратегии и плана стратегического развития холдинга или управляемой акционерами группы активов,
- Разработка регламентно – стратегических документов необходимых для стратегического планирования,
- Формирование инвестиционных карт регионов (рис.3),
- Формирование инвестиционной программы,
- Формирование методических документов, необходимых для управления инвестициями,
- Реализация инвестиционных проектов.

На основании указанных подэлементов системы управления активами формируется не только сам процесс организации мероприятий управления стоимостью, но и система целого спектра управляющих компаний. Ранжирование управляющих компаний осуществляется по принципу первичности генерации денежных потоков.

Виды управляющих компаний:

- Финансовые управляющие компании – управляющие в основном финансовыми инвестициями либо физических лиц, либо крупных промышленных холдингов,
- Индустриальные управляющие компании – управляющие компании, созданные специальным образом для повышения доходности группы взаимосвязанных активов уже существующих холдингов,
- Управляющие компании – Private Equity. Данные управляющие компании изначально формируют систему управления группой активов «под ключ». В рамках специальной методологии мониторинга новых проектов, по структуре указанной выше, данные управляющие компании предлагают инвесторам структурированные специальным образом продукты, претендуя на часть сверх доходности, которая определена заранее. Именно данный вид управляющих компаний особенно распространен в современной экономической системе как на развитых, так и на развивающихся рынках,
- Конгломеративные управляющие компании. Данный вид управляющих компаний объединяет специальные управленческие ячейки, создаваемые при крупных инфраструктурных финансовых организациях, таких как хедж – фонды или пенсионные фонды. Механизм их функционирования определяется уже существующей структурой активов инвестиционного фонда. После их закрытия (то есть, - после сбора предельной

величины инвестиций) механизм управления активами определяется на специальных инвестиционных комитетах, в которые входят представители инвесторов.

Основные элементы процесса управления активами

Среди основных подходов к выделению базовых элементов управления активами различаются английская и континентальная системы. Их формирование происходило в течение последних 20 лет, в основном под влиянием локальных нормативных актов, регламентирующих процесс функционирования инвестиционных банков в Великобритании и континентальной Европе. Кроме того, формирование известной «Китайской Стены» инвестиционно-банковской деятельности оказало непосредственное влияние на соответствующие процедуры управления активами.

Основным техническим документом, определяющим правила управления активами в большинстве крупных холдингов, выступает специальный регламент, либо внутренняя корпоративная декларация. Данная декларация основывается на принципах управления стоимостью и подлежит обязательному одобрению со стороны представителей акционеров корпорации.

Такого рода документы являются основными процессными документами большинства управляющих компаний, всех видов, указанных выше.

Основными элементами системы управления являются:

- Система мотивации, направленная на повышение стоимости бизнеса группы, содержащая механизм формирования внутренних КПЭ бизнеса,
- Система организационного строительства – включающая систему разграничения полномочий внутри холдингового подразделения компании, систему регламентов, механизм реинжиниринга бизнес – процессов холдинга и т.д.,
- Система бюджетирования, определяющая периодичность составления, корректировки и верификации документа. Немаловажным является увязывание между собой бизнес – процесса бюджетирования и построения единой системы мотивации холдинга,
- Система контроля, учета и отчетности – разработка единых стандартов холдинга бухгалтерской отчетности по методологии МСФО, позволяющей не только вводить единую систему взаимоотношений разных организационных единиц промышленной группы, но и оперативно выходить на открытые рынки собственного и заемного капитала.

Механизм принятия инвестиционных решений управляющими компаниями – базовая практика

Для большинства управляющих компаний их конкурентные преимущества, позволяющие выбрать именно данную компанию из всего спектра, определяются качеством и оперативностью принятия инвестиционных решений, тем самым, влияя на рост уровня благосостояния их клиента.

Специальным органом управляющей компании, определяющим механизм принятия решений, является инвестиционный комитет. Процесс принятия инвестиционных решений разбивается на следующие подпроцессы:

- Инициирование инвестиционного проекта,
- Презентация и обоснование инвестиционной инициативы,
- Планирование реализации инвестиционной программы. Данный процесс является одним из основных, определяющим, в том числе, распределение собственного и заемного капитала в рамках проекта,
- Планирование реализации инвестиционного проекта,
- Механизм менеджмента и дальнейшие шаги.

Основные мероприятия в рамках в рамках указанных процессов описаны более детально в таблице 1.

В последнее время изменение механизмов функционирования управляющих компаний происходит главным образом под влиянием внешнего окружения. Изменение инвестиционной среды формирует новый подход к управлению активами, все больше основывающийся на процессном менеджменте, нежели заранее заданных формальных процедур (рис.4).

Организация комплексного механизма инвестирования с помощью создания интегральной управляющей компании характеризует механизм построения бизнес – моделей таких инвестиционных фондов как фонды Barclays', Black River и т.д.

Именно данные интегральные управляющие компании формируют основное предложение на рынке системных услуг. При этом, исторически конкурентные преимущества данных групп были сформированы именно в рамках предоставления структурированных инвестиционных продуктов для целевых групп инвесторов, а не большого количества финансовых инвесторов.

Рисунок 1



рисунок 2

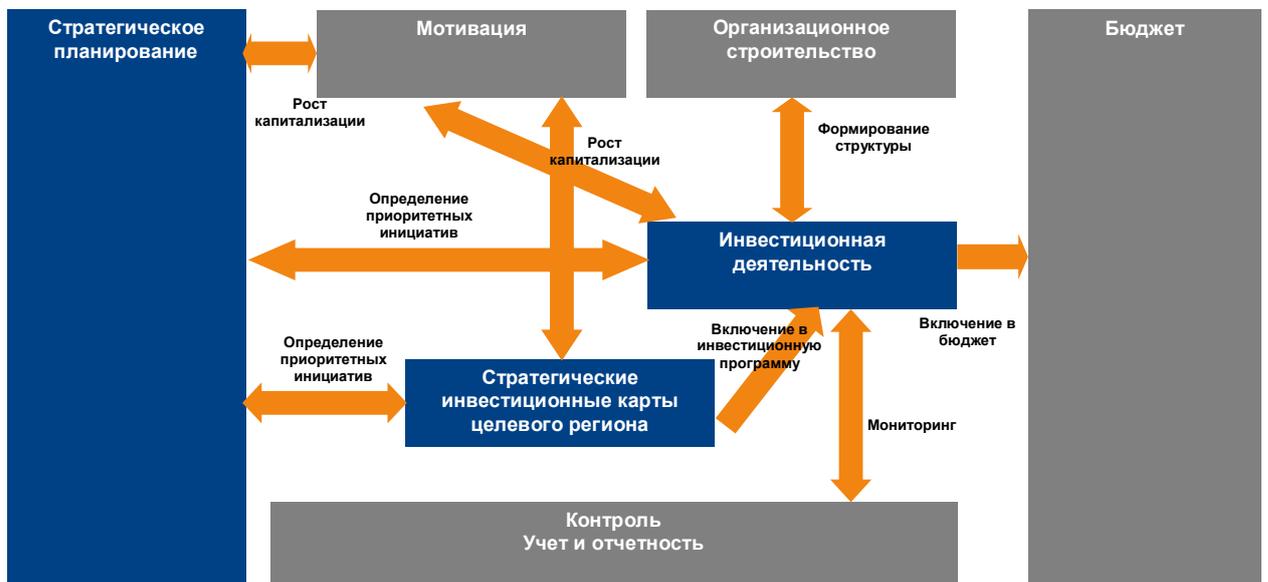


Рис. 3. Схема бизнес-процесса разработки управления активом в регионе



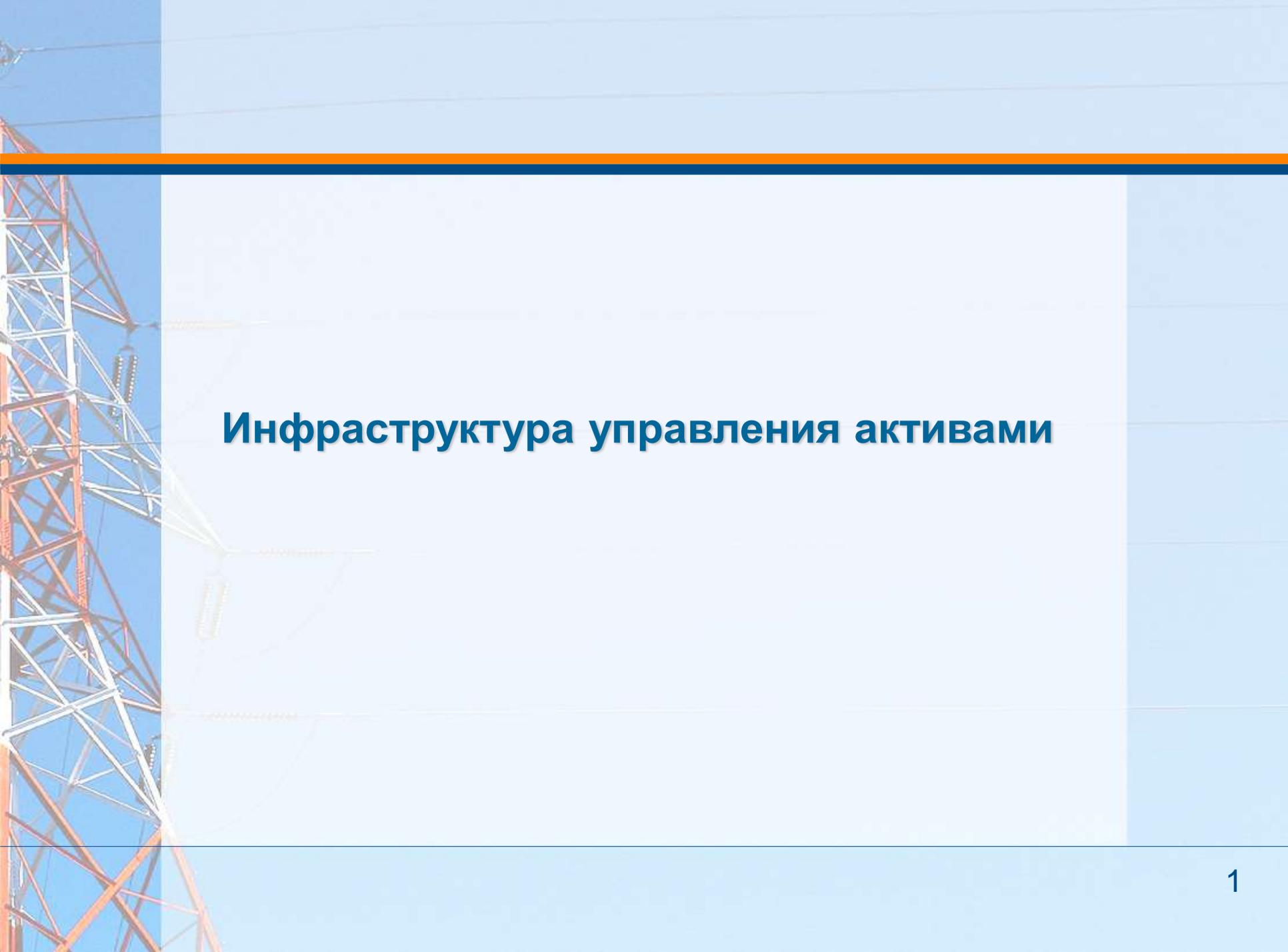
Таблица 1

Процесс	Основные мероприятия процесса
1. Инициирование инвестиционного проекта и предварительный анализ	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Формирование Инвестиционных инициатив ◆ Поиск и сбор информации по Инвестиционной инициативе ◆ Отбор и анализ инвестиционных инициатив
2. Презентация инвестиционной инициативы, определение статуса и дальнейшая проработка	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Презентация Исполнительному комитету ◆ Проработка Инвестиционного проекта и формирование заключения
3. Планирование и формирование инвестиционной программы	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Формирование портфеля Инвестиционных проектов ◆ Ранжирование Инвестиционных проектов и формирование Инвестиционной программы

<p>4. Реализация инвестиционных проектов</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Формирование плана-графика работ по Инвестиционному проекту ◆ Структурирование Инвестиционного проекта ◆ Верификация и корректировка параметров по Инвестиционному проекту ◆ Проведение согласований по Инвестиционному проекту внутри и вне Общества ◆ Закрытие сделки / подписание обязывающей документации
<p>5. Управление проектом</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Интеграция проекта. Формирование и мониторинг КПЭ ◆ Анализ причин отклонения фактических значений КПЭ от плановых ◆ Определение комплекса мер по устранению несоответствия

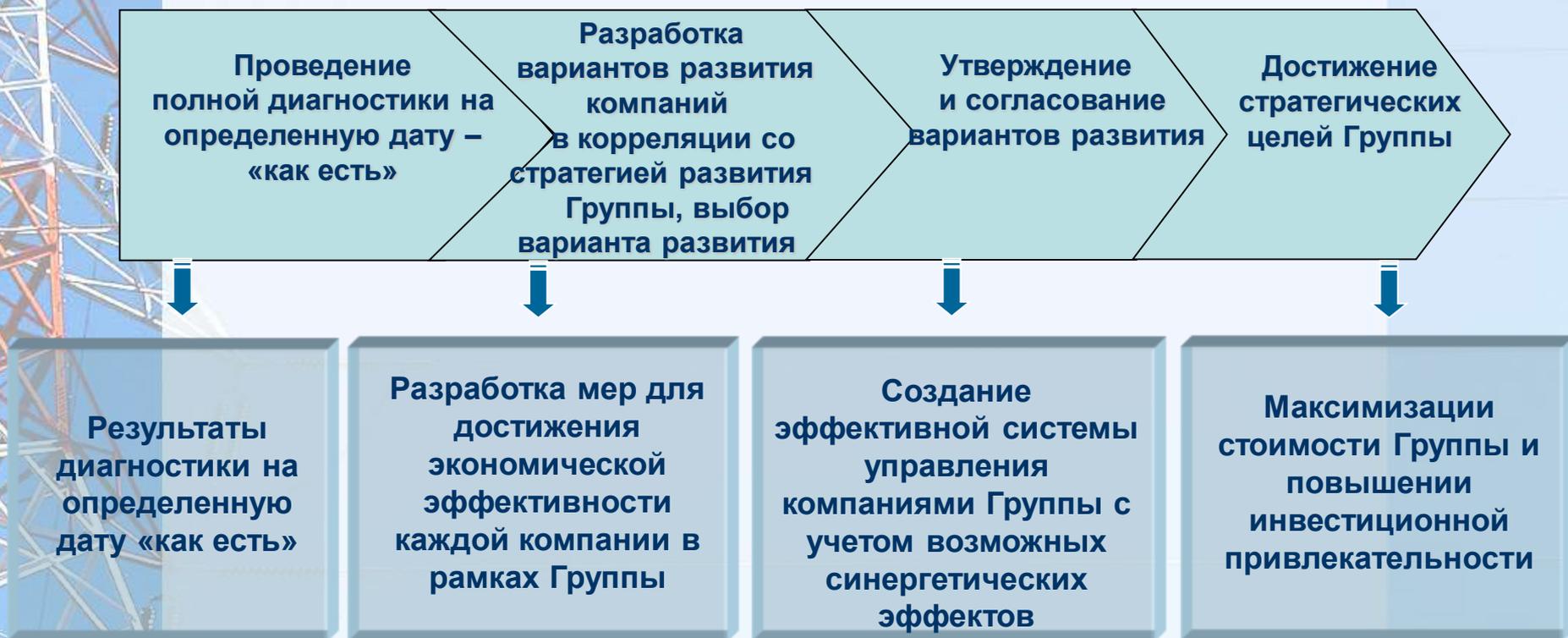
Рисунок 4 – пример требований к локальному принципу управления активами





Инфраструктура управления активами

Диагностика – первый шаг для достижения стратегических целей Группы:



Проведение диагностики позволит решить ряд задач :

- I. Выявить текущее состояние компаний и Группы в целом на определенную дату («как есть»), с выявлением проблемных зон, имеющих рисков, способов их минимизации и возможностей для развития по каждой компании.

- II. Выявить ключевые факторы чувствительности по каждой компании, влияющие на:
 - операционную доходность
 - стоимость компании
 - инвестиционную привлекательность

- III. Разработать на основе основных показателей развития по каждой компании в рамках Группы возможные модели развития/ сценарные условия по каждой компании в трех горизонтах развития (краткосрочный, среднесрочный, долгосрочный) и согласовать с руководством Группы.

- IV. Разработать бизнес-планы по принятым/согласованным моделям поведения компаний в трех горизонтах развития.

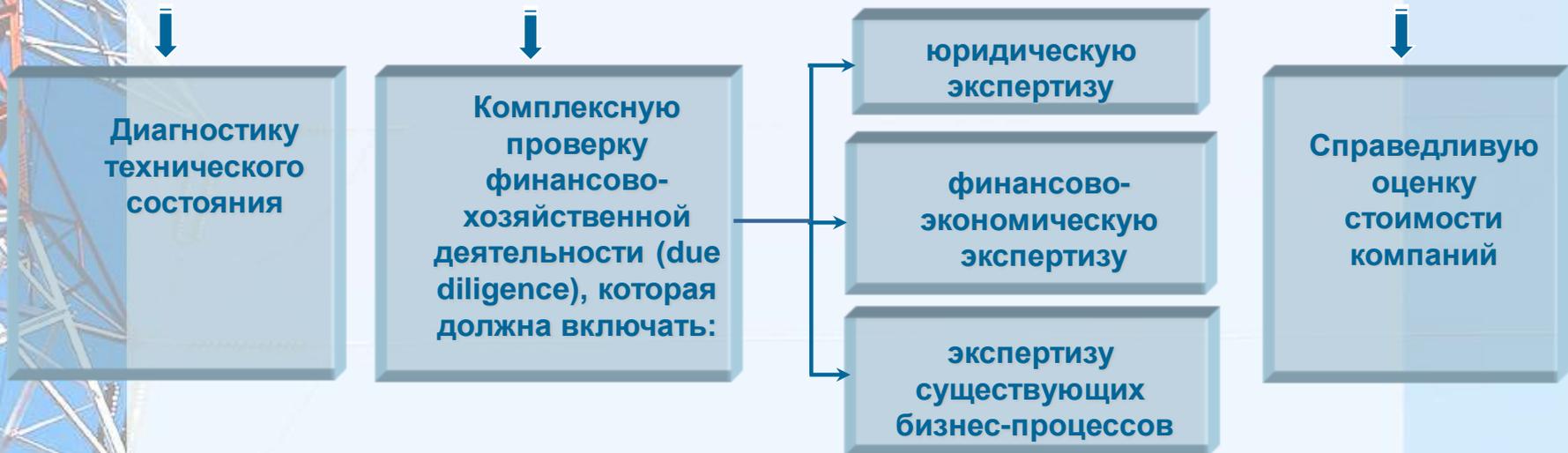
Результатами проведения диагностики компаний Группы будут:

- Четкое описание текущих проблем каждой компании Группы
- Предоставление руководству четких данных о состоянии активов для дальнейшей разработки стратегии развития каждой компании
- Определение основных направлений для повышения экономической эффективности каждой компании Группы
- Выявление и концентрация усилий менеджмента компаний на стратегические перспективные направления развития
- Перечень мероприятий по упрощению структуры владения Группы (реструктуризации), повышение прозрачности финансовых потоков внутри Группы
- Определение направлений по повышению управляемости компаний Группы, формализация образа будущего Холдинга
- Выявление и вывод за рамки Группы непрофильных активов

Мероприятия по выявлению текущего состояния компаний на определенную дату – «как есть»

Цель: Составление четкого мнения о текущем состоянии дочерних компаний Группы и группы в целом с выявлением и определением основных проблем, а также существующих и потенциальных рисков, ограничений и обязательств, которые возникли с момента приобретения дочерних компаний Группы.

Определение состояния компаний «как есть» на определенную дату предполагает проведение полной диагностики по каждой компании, которая будет включать:



10.6. Продажа непрофильных активов как фактор роста стоимости компании

реструктуризация активов

активы непрофильного бизнеса

подходы к определению «профильности» актива

стратегии по управлению непрофильным активом

риски реструктуризации

операционная эффективность после преобразований

В середине 90-х годов, говоря о реструктуризации, подразумевали в первую очередь мероприятия по антикризисному управлению: приведение существующих активов к состоянию жизнеспособности, постановку системы управления, учета, налаживание хозяйственных связей, регулярных процедур, процессов и контроля. Мероприятия по реструктуризации носили в основном разрозненный характер и были направлены на минимизацию издержек и решение текущих производственных проблем. Купля-продажа активов зачастую осуществлялась не в рамках реструктуризации: получая контроль над предприятием, собственники не ставили задачу развивать его, увеличивая эффективность и капитализацию, а изначально нацеливались на «выкачивание» активов.

Однако уже в начале 2000-х ситуация начала меняться. В свете общеэкономического роста и развития фондового рынка стали меняться потребности собственников, и как следствие – потребности менеджеров. Ключевыми задачами становятся повышение рентабельности активов и создание стоимости. Если изначально активы приобретались по принципу «купить все, что доступно» (важно было вовремя получить контроль, и только потом приходилось думать, нужен ли актив), то теперь началась «погоня» за стоимостью. Компании перестали скупать активы с целью конгломеративного расширения бизнеса. Актуальной стала проблема безубыточного выхода из бизнеса, что подразумевает высокую стоимость и при этом достаточную ликвидность актива. Добиваться повышения стоимости разрозненными усилиями руководителей компаний, входящих в холдинг, сложно, поэтому для решения задач реструктуризации и более эффективного управления стали создаваться управляющие компании (таб. 1).

Со времен передела собственности середины 90-х годов на балансе многих российских компаний находится огромное количество *активов непрофильного бизнеса*. На сегодняшний день хаотичный состав бизнес-портфелей крупных компаний, их избыточная диверсификация стали причинами неэффективности корпоративных центров, поэтому эффективное управление непрофильными активами рассматривается как один из ключевых факторов управления стоимостью компании.

Как определить, какой бизнес является профильным для компании, а какой нет? Во многом ответ на этот вопрос зависит от его трактовки менеджментом и собственниками самой компании. Определяющим фактором является стратегия компании, в которой выражается взгляд собственника на содержание бизнеса, его «ядро».

В целом, можно выделить два наиболее распространенных подхода к определению «профильности» актива – радикальный и консервативный. У каждого есть свои преимущества и недостатки. Суть *радикального подхода* в том, чтобы определить ключевую компетенцию компании, а также активы и ресурсы, необходимые компании для реализации этой компетенции. Все прочие активы в данном случае будут непрофильными. Определение ключевого преимущества компании – более простая и быстрая процедура в сравнении с детальным анализом активов на предмет их привязанности к базовой деятельности. При этом, компания рискует упустить возможности, связанные с использованием активов, «близких» к ключевым компетенциям, и непрофильным лишь в силу категоричности подхода. *Консервативный подход* предусматривает глубокий анализ всех подразделений компании с точки зрения

- стратегической важности/эффективности по сравнению с рынком;

- наличия уникального оборудования и технологий;
- загруженности производства и персонала;
- потребности в инвестициях;
- востребованности выпускаемой продукции рынком/наличия альтернативных поставщиков;
- уровня компетенции руководителей подразделений и их готовности к самостоятельной хозяйственной деятельности.

Профильной в данном случае будет группа активов с совпадающими характеристиками в рамках обозначенных факторов.

Можно сформулировать ряд дополнительных критериев разграничения профильных и непрофильных активов. Таковыми являются использование активов в основном виде деятельности, критичность наличия активов для функционирования основных производственных процессов, вложение активов в финансовый результат.

По уровню привязанности к основному бизнесу компании выделяют несколько основных групп активов. В первую очередь это **вспомогательное производство**. К нему обычно относят ремонт, транспорт, строительство, производство материалов. Вторая крупная группа – **социальные активы**, в том числе детские сады, базы отдыха и спортивные центры, жилье, медицинские учреждения. Часто эти объекты рассматриваются как составляющие социального пакета, предоставляемого сотрудникам фирмы. Основная характерная черта этого вида активов – их неэкономическая сущность, так как они напрямую не участвуют в создании прибыли. К третьей группе относится **бизнес, слабо связанный с основным**. Обычно к активам такого рода причисляют торговлю, финансовые услуги. Фактически, данная группа активов может рассматриваться как финансовые вложения холдинга, поэтому для оценки эффективности их работы в структуре предприятия, часто применяют стандартные подходы к оценке выгодности инвестиций, например, NPV.

Активы, не связанные с основным бизнесом можно условно разделить на следующие две подгруппы (таб. 2)

- стратегические бизнес единицы, которые в данный момент можно назвать непрофильным направлением деятельности, но развитие которых критично для выживания фирмы в будущем; и
- непрофильные предприятия, которые не являются стратегическими объектами. Именно для этой группы активов в наибольшей степени характерны издержки от диверсификации.

Зачастую непрофильный бизнес компании «оттягивает» на себя значительные ресурсы, являясь при этом неэффективным и требующим вложения больших средств. В то же время, определенное количество ресурсов отвлекается от основного бизнеса на управление активом. В этом случае важно правильно понять, насколько значим актив в структуре предприятия, насколько негативные факторы, связанные с отвлечением ресурсов, сбалансированы теми выгодами, которые приносит актив компании.

Выбор правильной стратегии управления активом является многокритериальным. На решение о дальнейшей судьбе бизнеса часто влияют не только (и не столько) вопросы, связанные с издержками, сколько возможность сконцентрироваться на основном бизнесе, что в свою очередь может помочь более эффективно использовать имеющиеся у компании ресурсы. Для российских компаний реструктуризация – обязательный шаг на пути к цивилизованному бизнесу (рис. 1). Исключением из этого правила могут являться лишь самые молодые компании. Будучи созданными в соответствии с современными бизнес-моделями, они не обременены грузом непрофильных активов - наследством советских времен, либо эпохи накопления капиталов начала 90х гг. Для остальных компаний процесс упорядочения активов и выделения приоритетных и второстепенных жизненно важен. Основной причиной, почему компании стремятся к реструктуризации, обычно

является низкая эффективность их деятельности и неудовлетворительные финансовые показатели.

Каковы цели реструктуризации? Традиционно собственники и менеджмент компании преследуют две цели: это повышение конкурентоспособности компании и последующее увеличение ее стоимости. Можно выделить несколько проблемных ситуаций, требующих реструктуризации непрофильных активов.

Во-первых, это наличие у компании активов, на эффективное управление которыми у руководства *не хватает времени* (либо обратная ситуация – когда времени тратится слишком много). В этом случае альтернативные затраты на функционирование непрофильного бизнеса неоправданно высоки, поскольку время топ-менеджеров – специфичный и дефицитный ресурс.

Другой критической ситуацией, побуждающей собственников избавляться от непрофильного актива, выступает *слабая динамика непрофильного бизнеса*. Подобное стечение обстоятельств характерно для рынков, близких к насыщению. Вяло растущий непрофильный бизнес перестает быть потенциальным локомотивом холдинга, а потому тратить на него время и деньги нецелесообразно. Эффективнее вложить их в основной бизнес, либо более перспективный непрофильный актив.

Менее жесткий контроль, ограниченность в использовании финансов (вплоть до финансирования по остаточному принципу) и устаревшее оборудование часто не позволяют непрофильным подразделениям, входящим в состав компаний, выигрывать на «своих» рынках. В результате товары (или услуги), которые выпускают непрофильные дивизионы, безоговорочно проигрывают в конкурентной борьбе аналогам, произведенным специализированными компаниями. Например, большинство крупных отечественных сырьевых гигантов владеет домами отдыха и санаториями на черноморском побережье. Как правило, это вместительные комплексы, готовые принять гораздо больше клиентов, нежели того требует их социальная нагрузка. Но головные компании не вкладывают средств в развитие этих активов, и в результате предоставляемый сервис оказывается гораздо ниже, чем в независимых гостиницах и отелях, и «рыночные» клиенты уходят к конкурентам. Потенциально прибыльный высокорентабельный актив в данном случае не работает с должной отдачей, «нагружая» при этом профильный бизнес. Но поскольку масштабы основного и непрофильного бизнесов несопоставимы, потенциальная прибыль не значима для материнской компании.

Не имея возможности (и желания) самостоятельно реализовать потенциал непрофильного актива, компания может его продать. Однако рыночная цена на актив, от которого компания собирается избавляться, сильно зависит от грамотно проведенной *предпродажной подготовки*. В то же время погоня за увеличением продажной цены способна привести к большим временным затратам на поиск покупателя, что в конечном итоге приведет к падению стоимости.

Однако, между «непрофильным» и «невыгодным» активом далеко не всегда стоит знак равенства. Поэтому наиболее простой путь решения проблем, связанных с «непрофилем», – продажа этих активов – не гарантирует оптимальности принятого решения. Продажа непрофильного актива при недостаточно глубоком анализе последствий сделки способна нарушить логику бизнеса, лишить компанию потенциальных преимуществ, поставить в зависимость от поставщиков смежных товаров или услуг. Особенно актуальны все эти вопросы на развивающихся рынках.

В некоторых случаях повысить эффективность основного направления можно путем выделения непрофильных активов в отдельное направление. Тем самым улучшается организационная структура и управленческий механизм как основного, так и непрофильного бизнесов. Также появляется возможность определить показатели рентабельности и операционной эффективности выделенного бизнеса отдельно от основного. Если выделенный бизнес в достаточной степени рентабелен, нет необходимости избавляться от него. Логичнее будет *привлечение партнера*, для которого

выделенный бизнес совпадает с основным бизнесом, либо возведение прежде непрофильного бизнеса в ранг стратегического направления. Тогда оно будет развиваться как отдельное направление при сохранении общего контроля со стороны материнской компании.

Возможности по применению «практичного» механизма развития непрофильного направления в партнерстве значительно ограничиваются на развивающихся рынках (например, на российском). В условиях, когда общий объем фирм, располагающих достаточными финансовыми ресурсами, невелик, найти партнера, соответствующего критерию профильности, довольно сложно.

Реструктуризация непривлекательных активов – *убыточных, либо значительно обремененных грузом социальной ответственности* – обычно протекает по двум сценариям. *Ликвидация (списание)* является необходимой мерой в случае, если убыточные активы не нужны для основного бизнеса. Как правило, на такие активы невозможно найти покупателей, а стоимость их перепрофилирования сопоставима с открытием нового производства (например, в случаях, когда оборудование морально устарело и не приспособлено для производства конкурентоспособной продукции). Социальные активы нельзя ликвидировать, поэтому их реструктуризация идет по пути *передачи на баланс региональным властям*.

Помимо положительного экономического эффекта процесс реструктуризации сопровождается определенными *рисками*. Риски обычно сопутствуют тем активам, которые технологически связаны с основным бизнесом компании. В этом случае, избавляясь от непрофильного направления, компания рискует столкнуться с нестабильностью поставок смежных товаров, а также со снижением качества этих товаров ввиду невозможности контролировать операционную деятельность и производственный процесс. Кроме того, материнская компания способна оказаться в ценовой зависимости от непрофильной дочки, производящей уникальный продукт. Риски, возникающие при реструктуризации непрофильных активов, не абсолютны. Компания способна нейтрализовать их негативное влияние путем предельно четкой контрактации, поскольку это значительно снижает возможности для оппортунистического поведения. В случае, когда значимость товаров, производимых подразделением, критична для головного холдинга, он должен сохранить контроль над «дочкой». Это возможно при передаче бизнеса в управление.

Выбирая ту или иную стратегию по управлению непрофильным активом, компания, как правило, решает для себя дилемму, стоит ли ей окончательно избавиться от непрофильного актива и сосредоточиться на основном бизнесе, либо сохранить стратегический контроль над активом, но при этом существенно повысить степень его независимости. Объективным и достаточно надежным критерием выбора пути развития может являться прибыльность актива.

Для оценки эффективности стратегии управления активами можно *сравнить эффективность фирмы до и после «избавления» от непрофильных активов*. Оценка показателей эффективности именно в таком ракурсе позволит проанализировать экономическую обоснованность решения об избавлении от непрофильных активов.

Для решения данной проблемы в научной литературе был разработан ряд подходов. Наиболее удачным является подход, предложенный Berger и Ofec¹. Для оценки стоимости диверсифицированных компаний после продажи активов используется коэффициент скорректированной стоимости. Согласно концепции скорректированной стоимости, компания, специализирующаяся в одной отрасли, используется как фирма-аналог для измерения стоимости диверсифицированной фирмы. При этом для каждой отрасли, в которой функционирует компания, используется своя фирма-аналог. Для расчета скорректированной стоимости используются данные о рыночной стоимости (которая

¹ Berger, P. and E. Ofek, 1995, Diversification's effect on firm value, Journal of Financial Economics, 25, 39-65.

определяется как сумма рыночной стоимости акций плюс балансовая стоимость обязательств) и данные о продажах в рамках каждой отдельной отрасли, соотнесенные с общими данными о продажах. Таким образом, получается мультипликатор для каждой отрасли, который равен соотношению рыночной стоимости компании к величине продаж за определенный год. Стоимость компании рассчитывается на основе сравнительного подхода. Стоимость каждого подразделения диверсифицированной компании определяется как величина мультипликатора, умноженная на величину продаж данного подразделения. Для многоотраслевых фирм стоимость, посчитанная на основе мультипликатора для разных сегментов, суммируется. Далее полученная скорректированная стоимость сравнивается с рыночной стоимостью, на основе чего определяется переоцененность или недооцененность компании.

Когда речь идет об оценке эффективности через показатели рыночной стоимости, неизбежно встает вопрос: *когда* именно нужно оценивать эту самую стоимость. Отразятся ли действия менеджмента на рыночной цене акций мгновенно, как только рынок получит информацию о готовящейся или проведенной сделке, или необходимо подождать, когда произошедшие изменения отразятся на показателях операционной деятельности подразделений и уже только потом, в ответ на это, возрастет (или уменьшится) капитализация.

Реакция рынка может быть мгновенной только на эффективных рынках. Именно поэтому на российском рынке достаточно сложно увидеть оперативную реакцию в рыночных ценах акций. Однако объективно оценить влияние произошедшей сделки через какой-то период также представляется мало вероятным, поскольку за прошедший период в рыночной цене отразится множество других факторов, и фактор увеличения или снижения рыночной диверсификации вычленив будет практически невозможно.

Таким образом, рыночная цена и коэффициенты, основанные на рыночной оценке, далеко не во всех случаях будут наиболее адекватными показателем для оценки эффективности диверсификации. Поэтому наряду с эффективностью реструктуризации и изменения уровня диверсификации также целесообразно рассматривать с точки зрения поведения ***операционной эффективности после преобразований***. Операционные показатели быстрее всего реагируют на недостатки чрезмерной диверсификации, а потому служат адекватным индикатором успешной реструктуризации. Для оценки операционной эффективности до проведения сделки по продаже активов и после нее наиболее удачными показателями являются:

- соотношение EBITD (прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации) и выручки от продаж по каждому подразделению фирмы,
- соотношение EBITD и балансовой стоимости активов,
- соотношение EBITD и рыночной стоимости активов.

Все эти три показателя доступны для менеджмента, их достаточно легко рассчитать, поэтому они могут служить исходной точкой при определении эффективности стратегического управления активами. Кроме того, применение отношения EBITD к рыночной стоимости активов позволяет учесть оценку рынком операционной эффективности компании. Сравнивая значение этого соотношения до и после сделки по продаже непрофильных активов можно судить об оценке рынком изменения операционной эффективности в результате изменения уровня диверсификации.

Таблица 2. Подходы к определению профильности активов фирмы.

Критерий	Классификация	Сущность
Жесткость определения	<ul style="list-style-type: none"> • Радикальный подход • Консервативный подход 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Радикальный подход</i> выделяет ключевую компетенцию компании, автоматически возводя прочие направления бизнеса в разряд непрофильных. • <i>Консервативный подход</i> более «тонкий»: он позволяет выделить профильную отрасль, или группу активов в результате анализа по различным критериям.
Степень взаимосвязанности с основным производством	<ul style="list-style-type: none"> • Смежные и вспомогательные производства, • Социальные активы, • «Чистый» непрофильный актив. 	<ul style="list-style-type: none"> • Вспомогательные производства технологически привязаны к профильному направлению. • Социальные активы – обычно некоммерческая составляющая бизнеса. • Независимые бизнесы могут быть как «мертвым грузом» для основного бизнеса, так и целенаправленно поддерживаемым стратегическим резервом.

Таблица 1. Этапы реструктуризации российских промышленных компаний - реализация бизнес модели².

	1995-1999 Этап наведения порядка	2000-2003 Отстраивание бизнеса	2004-н.в. Реализация бизнес-модели
Задача	Наведение порядка на предприятии	Идентификация и отстраивание бизнесов	Построение эффективной бизнес-модели
Бизнес	Приведение в соответствие с рыночными реалиями	Определение ключевых и неключевых бизнесов/направлений	Выведение эффективности бизнеса на международный уровень
Активы	Защита активов, антикризисные меры	Выделение непрофильных и вспомогательных активов	В соответствии с бизнес-моделью: серьезное выделение непрофильных активов или их модернизация

²Источник: исследовательско-консультационная фирма «Альт»

Управление	Обеспечение управляемости: налаживание регулярных процедур и процессов, учет, контроль и т.д.	Адаптация управления к новым условиям функционирования компании: взаимодействие “мамы” и “дочек”, сбыт-производство, с управляющей компанией	Смещение приоритетов в управлении от «жестких» факторов к «мягким»
-------------------	---	--	--

Рис. 1. Диверсификация - Специализация

Диверсификация по продукту		Специализация на продукте
Стратегия выживания		Стратегия роста
Возможность сбалансировать портфель заказов во время конъюнктурных спадов спроса на продукцию		Возможность вкладывать большие средства в приоритетное направление

9. Управление активами на базе стоимостной концепции четверг

1. Создание стоимости в диверсифицированной компании
Инвестбанк Antanta Capital, начальник отдела
2. Структура управления активами
Яхтямов Б. ИнтерРАО, начальник отдела
3. Механизм управления активами с использованием метода Фаульза
Савельев И. ИнтерРАО, зам директора департамента стратегического развития
4. Матрица управления активами и стоимостью бизнеса
Рижинашвили Дж. И. ИнтерРАО, директор департамента стратегического развития
5. Инфраструктура управления активами
Савельев И. ИнтерРАО, зам директора департамента стратегического развития
6. Продажа непрофильных активов как фактор роста стоимости компании
Инвестбанк Antanta Capital, начальник отдела

Стоимостное мышление в управлении компанией

*стоимостное мышление
корпоративная культура
финансовая цель компании
управленческие процессы
тип мышления*

Управление стоимостью - не просто мода. Многие российские компании начинают выход на IPO, на рынок первичного размещения акций за рубежом. Они уже сейчас должны хорошо понимать, что будет влиять на стоимость акций на внешнем рынке для того, чтобы быть готовыми к множеству изменений, которые нужно провести внутри компании для внедрения стоимостного мышления.

Управление стоимостью и стоимостное мышление.

Управление стоимостью — это интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости (рис.1). Но управление стоимостью не должно сводиться к методологии стоимостной оценки. Его главная задача — наметить цели и пути изменения **корпоративной культуры**. Менеджера, ориентированного на стоимость, «тонкости» организационного поведения заботят не в меньшей мере, чем использование стоимости в качестве критерия эффективности и инструмента для принятия решений.

Первый шаг в управлении стоимостью состоит в том, что максимизация стоимости принимается за главную **финансовую цель компании**. Более того, менеджеры высшего эшелона должны знать, каково реальное соотношение этой цели с другими целями организации. В общем случае компания должна иметь два набора целей: финансовые цели, которыми руководствуются менеджеры высшего звена, и нефинансовые цели, служащие побудительными мотивами деятельности всех остальных сотрудников организации.

Цели компании также необходимо привязывать к конкретному уровню организации. Для руководителя компании это может быть четкий норматив создания новой стоимости, выраженный в финансовых показателях. Для руководителя функционального подразделения это может быть сочетание нормативов обслуживания потребителей, рыночной доли, качества продукции или производительности. Производственному менеджеру можно установить такие ориентиры, как удельные издержки производства, продолжительность производственного цикла или норма брака. С другой стороны, разработчики новых продуктов могли бы сосредоточить внимание на сроках разработки, количестве разрабатываемых продуктов и их сравнительных конкурентных характеристиках.

Введение стоимостного управления улучшает двусторонний обмен информацией, поскольку позволяет всем членам организации говорить на одном, понятном всем языке. Обсуждаются итоги деятельности, измеряемые факторами стоимости, и системами поощрения на основе стоимости. Все это формирует *стоимостное мышление* (рис. 2).

Стоимостное управление не предполагает никаких революционных изменений. Оно лишь вносит системообразующую идею, кардинально изменяющую точку зрения на уже давно известные управленческие истины. И в конечном итоге позволяет каждому менеджеру сказать, что зона его ответственности не управление затратами или дебиторской задолженностью, а повышение стоимости компании.

Стоимостной подход необходим не только акционеру и инвестору или финансовому директору для решения прикладной задачи оценки бизнеса - он необходим всему менеджменту компании для реализации задач и достижения целей, которые поставлены перед управленческой командой компанией.

Стоимостное мышление.

Что же такое "стоимостное мышление"? Ясно, что оно не сводится лишь к осознанию значимости управления стоимостью. Нужны точные механизмы и процедуры: выявления факторов создания стоимости компании, разработки реального плана управления, дающего баланс долгосрочных и краткосрочных целей и приоритетов, внедрения стоимостных элементов управления на всех уровнях компании.

Союз стоимостного мышления и управленческих процессов и систем, необходим для перевода этого мышления на язык конкретных действий. Одной из этих составляющих явно недостаточно для успеха. Только в совокупности они могут принести заметный и устойчивый положительный результат.

Важную роль в формировании стоимостного мышления играет глубокое понимание того, какие именно параметры деятельности фактически определяют стоимость бизнеса. Факторы стоимости и сценарии придают управлению стоимостью реалистичность, поскольку связывают действия менеджеров с их последствиями для стоимости компании. Все вместе эти элементы составляют стоимостное мышление, без которого невозможно подлинное управление стоимостью.

Внедрение стоимостного мышления и выявление факторов стоимости — это только половина пути. Менеджеры должны также организовать процессы, с помощью которых они могли бы воплотить это мышление в свои повседневные дела и принимаемые решения.

Существует *четыре основных управленческих процесса*, сочетание которых способствует налаживанию управления стоимостью и формированию стоимостного мышления в организации (рис. 3).

1. Компания разрабатывает стратегию максимизации стоимости.
2. Компания переводит эту стратегию на язык краткосрочных и долгосрочных целевых нормативов, которые определяются через ключевые факторы стоимости.
3. Составляются рабочие планы и сметы (бюджеты), намечающие конкретные шаги для достижения поставленных целей на следующие 12 или более месяцев.
4. Разрабатываются системы поощрения и оценки результатов деятельности, позволяющие следить за выполнением целевых нормативов и побуждающие работников к решению поставленных перед ними задач.

Только когда система оценки результатов станет неотъемлемым элементом корпоративной культуры и менеджеры освоятся с ее применением, можно приступить к преобразованию системы поощрения.

Практическая реализация

Подобно любым крупномасштабным изменениям, внедрение стоимостных принципов — это длительный и многогранный процесс, содержание которого составляет выработка компромиссов между относительно простыми организационными и сложными стратегическими задачами, а также доскональный анализ дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости.

Поскольку управление стоимостью требует от людей, принимающих решения на всех уровнях организации, полной *смены типа мышления*, это длительный и сложный процесс, на который обычно уходит около двух лет (рис. 4).

В течение *первого года* менеджеры осваивают инструментарий управления стоимостью, и особенно — факторы стоимости. Все усилия уходят, в основном, на создание механизмов преобразования процессов планирования и отчетности, а также подготовки менеджеров на специальных семинарах. После того как высшее руководство выступает в поддержку этого начинания, группа внедрения приступает к разработке конкретных механизмов.

Модель оценки стоимости — ключевой элемент системы. Она не должна требовать дополнительных входных данных, кроме абсолютно необходимых. Если она неудобна в применении или резко увеличивает загрузку финансистов, то они найдут веские причины для противодействия ей. В процессе внедрения системы управления стоимостью не

следует заострять внимание менеджеров, особенно низовых, на методологии стоимостной оценки. Высший авторитет в крупномасштабных расчетах должен принадлежать финансовым (но не производственным) управляющим, до тонкостей знающим технологию оценки. Когда же обнаруживаются идеи, обладающие хорошим потенциалом создания стоимости, их можно передать экспертам для точной и детальной оценки.

Когда финансовые руководители достаточно хорошо обучены и подготовлены, внедрение управления стоимостью перемещается на уровень руководителей производственных подразделений — и начинается второй этап подготовки персонала.

В течение *второго года* менеджеры глубже и основательнее познают новые подходы, у них появляется уверенность в том, что инструменты управления стоимостью в самом деле работают, они могут переключиться на системы поощрения, основанные на стоимости.

На данном этапе весь процесс планирования компании перестраивается в соответствии с новыми требованиями к отчетности, а значит, и с другим порядком действий. Кроме того, необходимо создать инфраструктуру для нужд пользователей модели оценки стоимости. Примером может служить "горячая линия", по которой пользователи могли бы получать ответы на интересующие их вопросы.

Стоимостное мышление не удастся успешно внедрить, если руководители производственных подразделений не станут ежедневно пользоваться им для принятия более обоснованных решений. Их ознакомление с этой концепцией должно быть тесно связано с конкретными особенностями их предприятий и помогать им выдвигать новые идеи, направленные на создание стоимости, оценивать свою стратегию, определять приоритетность своих инициатив и совершенствовать повседневное управление, опираясь на факторы стоимости.

Итак, собственнику компании далеко не безразлично, как приумножается вложенный им в предприятие капитал. Также известно, что инвесторы вкладывают деньги не в активы, а в свои будущие доходы. Им важно, как увеличивается "цена бизнеса", т. е. стоимость их доли в конкретном предприятии. Поэтому менеджеры, работающие по сути дела на приумножение благосостояния собственников (акционеров), должны анализировать каждый свой шаг с точки зрения его влияния на рост стоимости компании. В этом отношении в России, где почти половина предприятий принадлежит менеджерам, есть очевидные стимулы для переориентации руководителей на *стоимостное мышление*.

Глобальная стратегия максимизации стоимости должна быть превращена в ветвистое "дерево" целей и показателей стоимостного управления по всем уровням организации. Это и есть концепция управления начала нового века. И если такая работа проведена, то тогда можно с уверенностью сказать, что менеджеры исповедуют и реализуют стоимостное мышление.

Рис. 1. Переход компании к стоимостному мышлению

Ключевые факторы стоимости



Управление по стоимости

Стратегические решения



Операционные решения

Изменения корпоративной культуры компании

Рис. 2. Что формирует стоимостное мышление

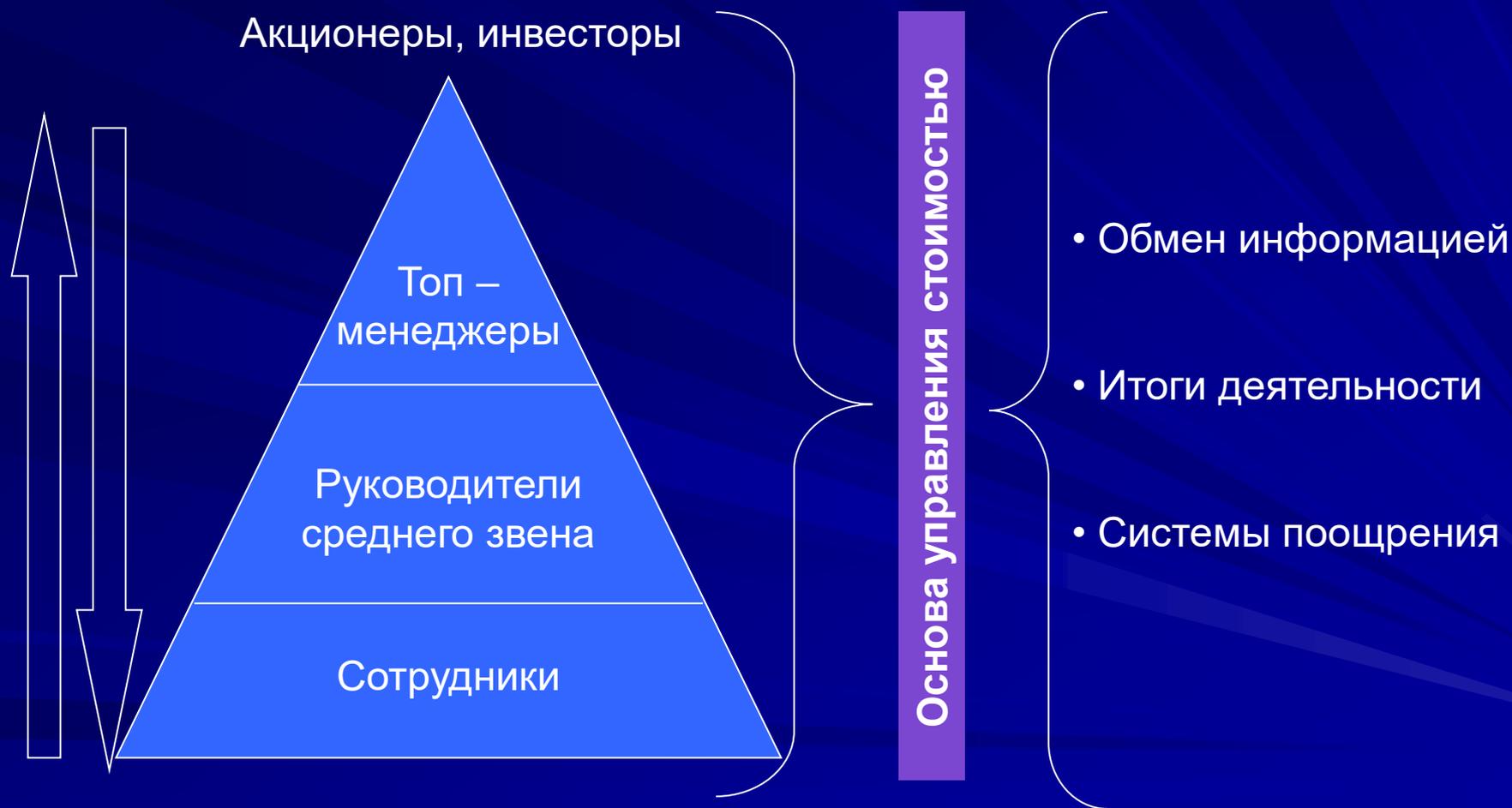


Рис. 3. Основные управленческие решения, способствующие формированию стоимостного мышления



Рис. 4. Практическая реализация

Год 1

- Освоение менеджерами факторов стоимости:
- разработка конкретных механизмов преобразования процессов планирования и отчетности,
 - создание модели оценки стоимости.

Год 2

- Переход к системам поощрения, основанным на стоимости
- Создание «горячей линии» для пользователей модели оценки

Стоимостное мышление

Баланс краткосрочных и долгосрочных приоритетов в управлении и планировании

критерии приоритетности

баланс между долгосрочными и краткосрочными решениями

целевые нормативы

экономическая прибыль

Любая компания вынуждена искать баланс между краткосрочными, среднесрочными и долгосрочными целями. Что более приоритетно для организации? Чтобы ответить на этот вопрос, менеджмент компании, прежде всего, должен выработать **критерии приоритетности**, единые для всей управленческой команды. Применяя на практике принципы управления стоимостью, компания обеспечивает "устойчивый денежный поток", который необходим для достижения этого баланса. Инвесторы платят за компанию исходя из того, сколько она будет приносить дохода в течение 10 или даже 20 лет, а не сколько она получает дохода сейчас.

Готовность собственников платить за компанию определяется и тем, верят ли инвесторы в компанию или нет, что зависит в большой степени от того, какой в компании менеджмент. Подход, нацеленный на максимизацию стоимости, отвечает, прежде всего, интересам собственников компании. Но такой подход активно стимулирует и менеджеров работать на долгосрочный результат, который обеспечивает рост стоимости имущества собственника. Хотя во многом это определяется корпоративной культурой компании, системой оплаты и стимулирования и рядом других факторов. Ориентация на долгосрочную перспективу для собственника вполне естественна и легко объяснима. Вряд ли собственник заинтересован в получении, пусть и баснословной прибыли в течение только ближайших нескольких лет, если после данного периода процветания и благоденствия компания не сможет эффективно работать приносить прибыли в последующий период. А вот что касается наемного менеджера, то он вполне может быть заинтересован именно в таком исходе. Допустим, что данный менеджер через некоторый, достаточно краткий период собирается открыть свой собственный бизнес или уехать за границу. Вполне логично, что его цель заработать за этой короткий период как можно больше. И, если его бонус привязан к размеру прибыли за год, то данный менеджер будет ориентирован на краткосрочную перспективу.

Конечно менеджер, и, прежде всего, менеджер, выстраивающий бизнес компании, без доли не работает. И владельцы эту долю в виде опционов или в другом виде ему обязательно дают. Но для владельца, особенно для собственника, который уже отошел от оперативного управления, или для стратегических инвесторов тема долгосрочных приоритетов становится главной по той причине, что для них важно, какова будет стоимость осуществленных вложений. Ни собственник, ни инвестор может не заниматься содержанием бизнеса и поэтому не видеть на самом деле ни изменения динамики, ни операционных успехов. Ведь собственник, если он уже отошел от оперативного управления и стратегический инвестор преследует другую цель в жизни. Их целью является стратегическое развитие бизнеса.

Как известно, бизнесы бывают двух видов: так называемый "*кешевый*", т.е. бизнес, который зарабатывает за счет денежного потока, и *капитализируемый* бизнес, который зарабатывает за счет увеличения стоимости компании. В первом случае собственник получает свои деньги только на постоянном поступлении наличных средств, во втором случае владелец может год, два, три не получать никакого кешевого прихода, а зарабатывать на продаже своих акций или на открытом рынке, когда компания уже вышла на IPO (первичное размещение акций) или постоянно работает на открытом рынке.

Как же действует владелец компании? Он зарабатывает на продаже своего пакета или его части стратегическому инвестору. Он доводит компанию до определенного роста, и затем

может ее продать. Соответственно для владельца стоимость играет большую роль в том случае, если его бизнес капитализируемый, а не кешевый.

Иная позиция у собственника, если он не отошел от оперативного управления. Он находится в постоянном внутреннем конфликте. Как владелец, он должен максимизировать стоимость компании, это его главная задача. Как управленец, он должен получить максимум наличных денег и ресурсов компании для осуществления управленческих задач. Как владелец он заинтересован в сокращении расходов, росте прибыли, вкладе в новый бизнес и т. д., а как управленец он заинтересован в том, чтобы у себя же у самого или у совета владельцев отобрать больше наличных ресурсов, чтобы нанять людей, сделать рекламу и т.д. Он вынужден определяться с приоритетами. Он должен четко определить для себя, как переходить от решения операционных задач к задачам стратегическим, где у него находится главный приоритет.

Конечно, многие владельцы компаний, активно участвующие в оперативном управлении, могут сказать, что их вполне устраивает нацеленность всех действий на рост прибыли. Ведь именно она служит источником развития и реализации идей, создающих долгосрочные преимущества на рынке. Отчасти это верно, но при условии разумного баланса между краткосрочными и долгосрочными решениями - а этот баланс, как правило, и обеспечивается личным участием владельца в оперативном управлении. В случае разделения функций менеджера и собственника, зачастую, данная система становится неэффективной.

Сложность состоит в том, что менеджмент компании не может влиять непосредственно на стоимость, а должен сосредоточиться на принятии эффективных решений, которые будут создавать или разрушать стоимость. Чтобы оценить последствия того или иного решения менеджер должен сопоставить его с известными ему ключевыми факторами стоимости и проанализировать, как оно повлияет на стоимость.

Таким образом, знание и понимание менеджерами того, что ведет к повышению стоимости, а что к ее разрушению, критично для достижения поставленной цели. Это справедливо как в отношении менеджеров высшего, так и среднего звена.

Для успешного применения управления стоимостью важно также «внедрить» в корпоративную культуру компании стоимостное мышление. Это означает, что менеджеры высшего и среднего звена должны считать главной задачей максимизацию стоимости. При этом они должны четко понимать, когда другие задачи (например, обеспечение занятости или защита окружающей среды) имеют больший или меньший приоритет. Менеджеры должны соблюдать *баланс между долгосрочными и краткосрочными решениями* и уметь жертвовать краткосрочными выгодами в пользу решений, обеспечивающих долгосрочное процветание, которые, в конечном счете, ведут к росту стоимости.

Говоря о системе оценки оперативных управленческих решений, совсем не обязательно, что низшее звено управления, принимая решения, будет производить сложные и трудоемкие вычисления, позволяющие определить, как изменится стоимость компании. Менеджеры должны лишь понимать направление изменения (рост или снижение) стоимости, к которому приведут их действия.

После утверждения стратегии максимизации стоимости компании необходимо перевести ее на язык конкретных долгосрочных и краткосрочных целевых нормативов. Определение целевых нормативов — дело весьма субъективное, но нельзя недооценивать его важность. Целевые нормативы служат для менеджеров средством выражения своих намерений, исполнения которых они рассчитывают добиться. Без целевых нормативов организации не знали бы, куда им двигаться.

Специалисты определяют общие принципы управления стоимостью применительно к определению *целевых нормативов*, которые перечислены ниже.

1. Целевые нормативы должны опираться на ключевые факторы стоимости деловой единицы. Целевые нормативы устанавливаются как для финансовых, так и для

нефинансовых показателей. Нефинансовые целевые нормативы важны, поскольку удерживают от чрезмерного увлечения краткосрочными финансовыми целями. Например, наукоемкая компания может поддаться искушению повысить свои краткосрочные финансовые показатели, отложив затраты на НИОКР, в ущерб долгосрочной конкурентоспособности. Предотвратить такой сценарий развития событий может помочь установление нефинансового норматива. Например, в дополнение к финансовым целевым нормативам должен быть добавлен показатель, определяющий конкретные успехи в той или иной области НИОКР.

2. Краткосрочные целевые нормативы должны быть прочно привязаны к долгосрочным. Возможно установить взаимосвязанные целевые нормативы на 10 лет, 3 года и один год. Суть этого подхода состоит в том, что нормативы на 10 лет отражают долгосрочные устремления компании, нормативы на 3 года определяют, насколько компания должна продвинуться за этот срок, чтобы иметь шанс реализовать свои устремления на десятилетний период, а целевая установка на один год — это бюджет, над выполнением которого работают менеджеры.

В качестве краткосрочных целевых нормативов финансовой деятельности можно использовать показатели экономической прибыли. В идеале нужно устанавливать целевые нормативы стоимости. Но стоимость всегда определяется долгосрочными будущими денежными потоками. А раз величина стоимости основывается на чьей-то оценке будущего, вам нужен краткосрочный критерий, опирающийся на фактические результаты деятельности за сравнительно небольшой период времени (скажем, один год). **Экономическая прибыль** — это краткосрочный показатель финансовой деятельности, который тесно связан с созданием новой стоимости. Экономическая прибыль — это разница между тем, что компания зарабатывает за данный период времени, и тем минимумом, который она должна заработать, чтобы удовлетворить своих инвесторов. Максимизация экономической прибыли с течением времени также максимизирует и стоимость компании.

Помимо экономических и финансовых аспектов соотношения долгосрочных и краткосрочных приоритетов следует учитывать и психологические. Топ-менеджеры обладают разными способностями и мотивацией для установления долгосрочных приоритетов. Как показывают исследования Т. Даса, предприниматели, склонные к долгосрочному планированию, то есть стремящиеся связать свое прошлое и настоящее с отдаленным будущим, более успешны, чем те, кто ориентирован на краткосрочные цели. Другие исследователи, Г. Хофстеде и М. Бонд установили прямую связь между склонностью менеджеров к долгосрочному планированию и темпами экономического роста целых стран. Например, менеджеры и компании в Японии, Тайване, Гонконге, Южной Корее и Китае ориентированы на долгосрочные приоритеты, тогда как в Англии, США, Западной Африке, Канаде и Пакистане более выражена краткосрочная ориентация при ведении бизнеса.

Подобно деловой культуре стран, корпоративная культура компании также может влиять на баланс между долгосрочными или краткосрочными приоритетами. Например, низкий уровень доверия менеджеров друг к другу приводит к преобладанию краткосрочных целей и неготовности сотрудников брать на себя долгосрочные обязательства. В компаниях с неразвитой системой внутренних коммуникаций, с низкой информированностью сотрудников о стратегических целях и организационных изменениях также преобладает ориентация на краткосрочные целевые нормативы в ущерб долгосрочным интересам бизнеса.

Повышение стоимости компании связано с тем, удастся ли руководителю сформировать ясную систему критериев приоритетности, принимаемую всеми членами управленческой команды. Часто, будучи талантливыми стратегами, собственники не передают свое видение будущего непосредственным подчиненным. А те, в свою очередь, без

отчетливого понимания долгосрочных приоритетов не могут спланировать деятельность подразделений компании дальше, чем на полгода или год вперед.

Здесь у собственника, вовлеченного в непосредственное управление бизнесом, есть риск попасть в психологическую ловушку микроменеджмента. Подчиненные все больше зависят от него, так как он единственный, кто точно знает, куда идет коллектив, остальным будущее доступно лишь на один-два шага вперед. Последователи вынуждены верить в безошибочность выбора своего руководителя: чем труднее и продолжительнее оставленный позади путь, тем труднее смириться с предположением о его бессмысленности. Они становятся все менее способными самостоятельно определять, является ли задача стратегически приоритетной. В результате руководитель вынужден постоянно сам принимать решения о краткосрочных – долгосрочных приоритетах по каждому отдельному случаю. А когда текучка, функционирование подавляет развитие, топ-менеджеру просто некогда работать на долгосрочную перспективу, баланс сдвигается в сторону срочных вопросов.

Управление стоимостью — это процесс непрерывной максимизации стоимости компании. Оно должно служить ориентиром для принятия решений на всех уровнях — от стратегических, на уровне совета директоров, до повседневных оперативных решений менеджеров низшего звена.

Развитие управленческой команды в ходе совместных стратегических разработок, совместное увязывание долгосрочных целей с ключевыми показателями эффективности по каждому направлению – ключевой инструмент управления балансом долгосрочных и краткосрочных целей.

Управленческие навыки руководителя при стоимостном подходе к управлению компанией

*ролевые функции руководителя
требования к менеджерам
основные задачи и профессиональные навыки*

Широко распространенная на Западе система управления, ориентированная на максимизацию стоимости бизнеса, все больше становится популярной в России. С выходом на рынок первичных публичных размещений акций (ИРО) необходимость перехода к управлению стоимостью для некоторых российских компаний уже сейчас больше является предметом реальной действительности, нежели теории. В условиях перехода компании на стоимостную философию задача развития навыков руководителей становится одной из основных.

Но прежде чем решать эту задачу необходимо получить ответы на следующие вопросы:

- какие ролевые функции станут приоритетными для менеджеров в данной ситуации;
- какие менеджерские навыки и способности приобретают особую актуальность в эпоху организационных перемен;
- какие профессиональные усилия потребуются от руководителей, чтобы решать основные задачи при переходе к стоимостному подходу;
- и наконец, по каким критериям можно судить об успешном проведении запланированных изменений.

Ролевые функции руководителя (рис. 1).

Исполнитель - обеспечивает бесперебойное функционирование компании и достижение ожидаемых результатов за счет постановки амбициозных, но реальных целей, координации деятельности людей и подразделений, создания систем контроля и обратной связи.

Стратег - изучает и интерпретирует внешний мир, создает собственную концепцию развития мира и бизнеса и на ее основе формирует долгосрочное планирование и бизнес-модель компании.

Вдохновитель - придает смысл деятельности ее сотрудников, воодушевляет их и направляет на выполнение поставленных целей.

Наставник - утверждает ценности и поведенческие нормы в компании, лично развивает своих подчиненных и наиболее талантливых сотрудников, делает их более эффективными руководителями, при этом ведет активный диалог с организацией, прислушивается к различным мнениям, поощряет неконформизм и критику.

Новатор - разрушающий отжившие свой век ментальные и организационные модели: он избавляется от продуктов, активов, подразделений и сотрудников, которые перестали приносить пользу, и активно продвигает все новое.

Посол - представляет и защищает интересы компании во внешнем мире.

Лидер - действует, исходя из долгосрочных (простирающихся за границы его пребывания в должности) интересов компании, и умеет подчинять собственное «я» этим интересам.

Эпоха перемен

При развороте корпоративного сознания в сторону стоимостного мышления компания сталкивается с необходимостью внутренних изменений. Как известно, в условиях любых перемен **требования к менеджерам**, их навыкам и способностям возрастают (рис.2,3). Особую актуальность приобретают:

- ориентация на развитие, умение обучаться и транслировать знания. Ценным является то, что менеджер не только способен сам усваивать новые знания и навыки, но и транслировать эти знания на подчиненных;

- влияние на окружающих, проактивная позиция, умение донести значение планируемых изменений. Это качество представляет особую ценность, потому что у любых изменений должен быть проводник;
- умение собирать и анализировать информацию, так как в условиях организационных изменений приходится обрабатывать большие объемы информации, не связанные с основной деятельностью;
- умение заразить людей энтузиазмом. Способность поощрять и мотивировать. Без этого нововведения не будут поддержаны;
- способность к интенсивной работе и стрессоустойчивость, так как в условиях перемен повышаются нагрузки, что может привести к стрессам;
- ориентация на результат. Результат необходимо ставить во главу угла, чтобы не погрязнуть в бесконечных улучшениях и оптимизациях.
- восприимчивость к важным внешним изменениям и их влиянию на компанию.
- терпимость к неопределенности и способность к эффективным действиям в условиях изменчивой внешней среды.

Основные задачи и профессиональные навыки

Для достижения основной цели, которая стоит перед компанией, максимизации стоимости, перед руководителями встает ряд определенных задач:

- разработка планов по максимизации стоимости компании в каждом из функциональных подразделений;
- разработка стратегии расширения компании, направленной на создание дополнительной стоимости для акционеров;
- разработка и реализация стратегического бизнес-плана компании по максимизации стоимости;
- обеспечение правильного и эффективного с точки зрения максимизации стоимости управления денежными средствами.

Чтобы эффективно решать поставленные задачи, менеджеры компании должны уметь хорошо разбираться в бизнесе, обладать знаниями финансовых рынков и иметь высокие аналитические способности; обладать сильными административными способностями и умением руководить людьми; а так же сохранять независимость суждений и противостоять давлению со стороны акционеров и руководителей функциональных подразделений, региональных филиалов и бизнес - единиц, в то же время сохраняя уважительные и доверительные отношения с ними.

Результаты

По каким основным критериям можно оценить результаты успешной деятельности по внедрению стоимостного подхода к управлению? (рис. 4). Если через год после начала активной деятельности компании в этом направлении руководители функциональных подразделений при составлении своих планов и оценок учитывают их влияние на стоимость компании, а рыночные аналитики расценивают компанию как сильного игрока на рынке; а через три года компания становится одним из лидеров рынка или занимает устойчивую и динамично развивающуюся рыночную нишу с высокими барьерами входа, обеспечивая своим акционерам крупные прибыли, приступая к осуществлению нескольких крупных проектов по расширению деятельности на основе внутренних сбережений и привлеченного внешнего финансирования, а рыночные аналитики воспринимают компанию как одну из сильнейших на рынке с точки зрения качества менеджмента, значит труды не были напрасны.

Рис.1. Ролевые функции руководителя



Рис. 2. Вопросник по управленческим навыкам

Навыки, необходимые при стоимостном подходе	Средняя оценка
1. Умение обучаться	
2. Умение и транслировать знания сотрудникам	
3. Влияние на окружающих, проактивная позиция, умение донести значение планируемых изменений	
4. Умение собирать и анализировать информацию	
5. Умение заразить людей энтузиазмом. Способность поощрять и мотивировать	
6. Способность к интенсивной работе, стрессоустойчивость	
7. Ориентация на результат	
8. Терпимость к неопределенности	

Рис.3. Профиль управленческих навыков (составляется на основе заполнения анкеты)

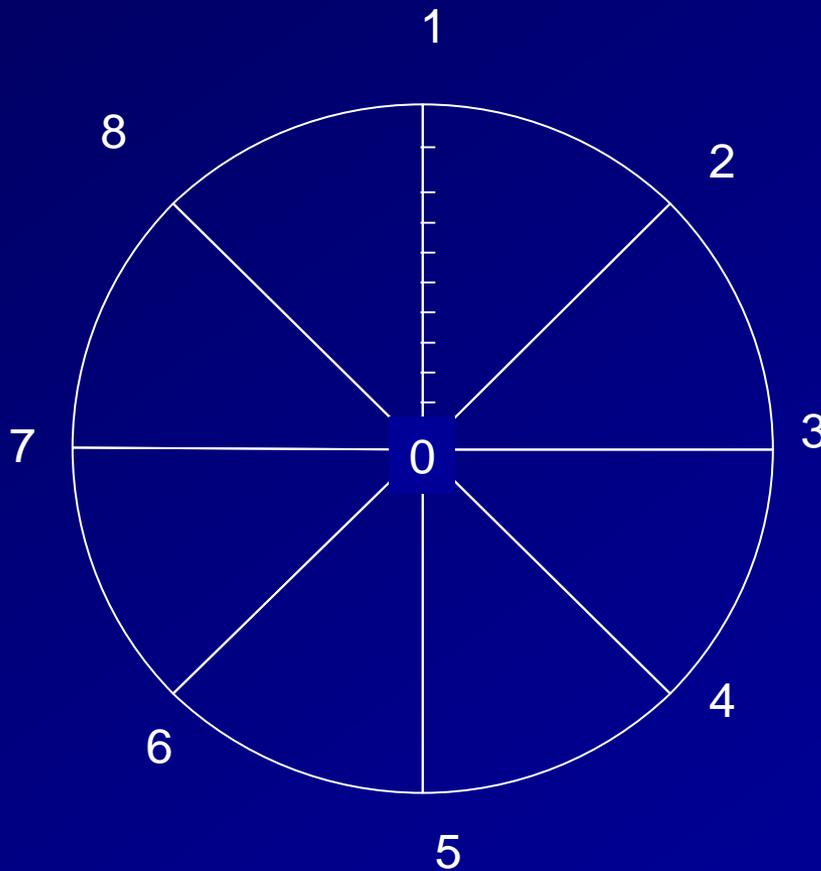
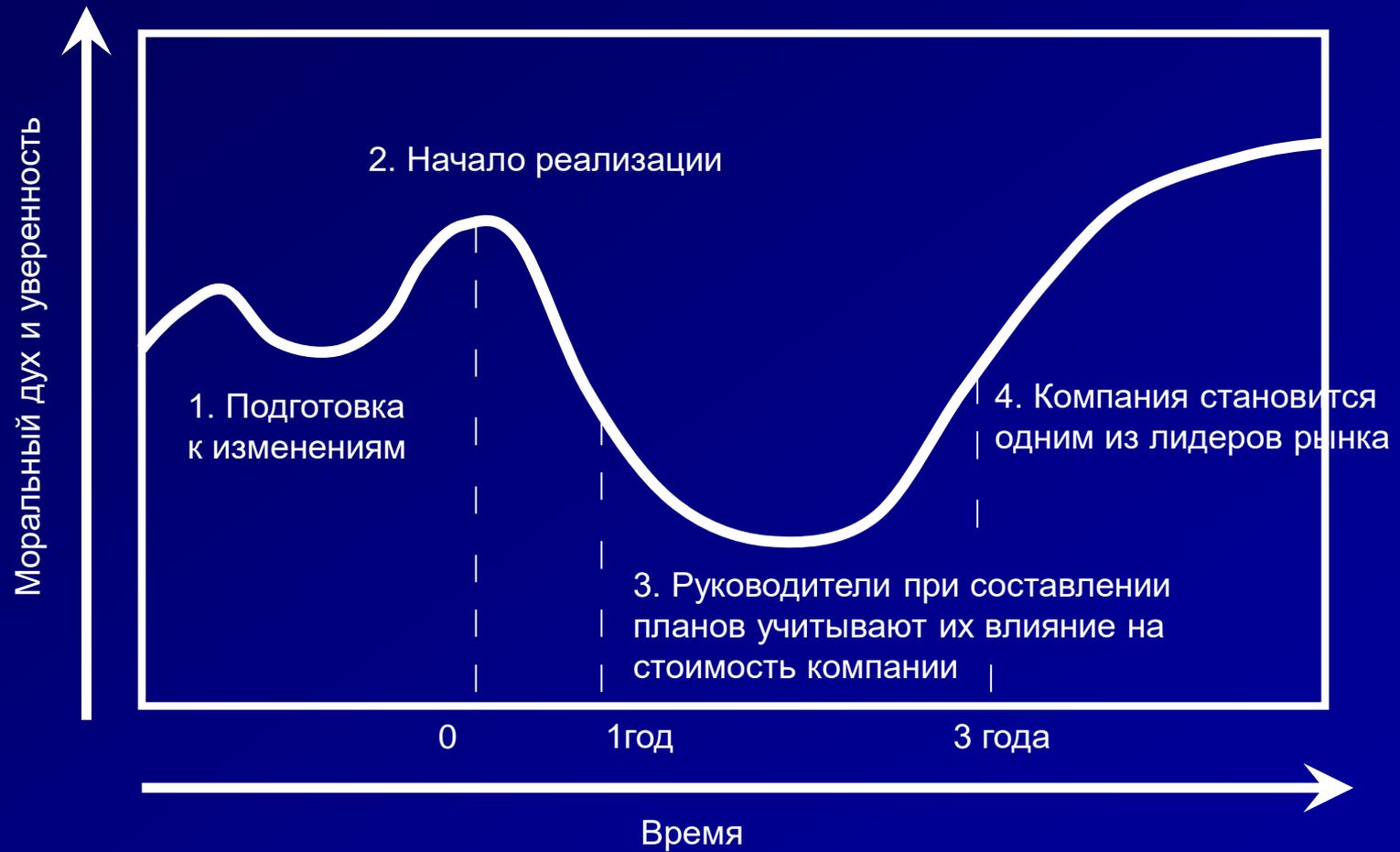


Рис. 4. Результаты



Какие компетенции лидера необходимы владельцу бизнеса и генеральному директору?

функции лидерства и управления
стиль лидерства
компетенция
ключевые компетенции руководителя
руководители 5-го уровня
самомотивация

«Нет в мире птиц, что могли бы летать с одним крылом. Одаренный лидер должен иметь и сердце, и голову – мы говорим о единстве чувства и мысли. Это два крыла, которые позволяют лидеру подниматься ввысь»

Гоулман Дэниел, Бояцис Ричард, Макки Энни «Эмоциональное лидерство: искусство управления людьми на основе эмоционального интеллекта»

В наши дни интерес к лидерству так огромен, что можно потеряться среди огромного количества публикаций. В литературе представлено тысячи определений лидерства и множество классификаций **функций лидерства и управления** (менеджмента). Одно из известных определений, сравнивающих управление и лидерство, делает следующее противопоставление: «Менеджеры правильно исполняют задание, а лидеры определяют, что надо делать».

Основываясь на данном определении можно перечислить следующие функции лидера:

- воодушевляет людей видением будущего,
- добивается ясного понимания целей компании сотрудниками,
- поддерживает позитивный эмоциональный настрой, уверенность в успехе и ориентацию на продуктивную работу,
- лидирует в реализации программ комплексных изменений, мотивирует подчиненных к активному участию в преобразованиях,
- стимулирует сотрудников на достижение поставленных перед ними целей (рис.1,2).

Лидеры способны устанавливать системообразующие связи между такими факторами, как: рыночные реалии, стратегические устремления высшего руководства и возможности персонала компании. Лидеры умеют влиять, гибко выбирая инструменты, и это влияние распространяется по всем направлениям иерархии. Причем свое влияние они оказывают с целью пробуждения в людях стимулов к участию в изменениях. Лидеры имеют талант изобретения новых инструментов, которые помогают внедрить планируемые изменения. Лидеры **способны к изменению стиля лидерства** (рис.3, 4).

Когда же мы говорим о функциях управления или менеджмента, то сразу вспоминается классическое определение этих функций, созданное Генри Файоном: планирование, координация, организация и контроль. Что же в действительности стоит за этими формулировками? Определить, как руководители исполняют данные функции, стало целью исследований, осуществленных Генри Минцбергом. В результате проведенных исследований Генри Минцберг обнаружил, что работа руководителя – это дискретный, несвязанный процесс, который разбит на краткосрочные всплески активности. Другими словами руководители бесцельно ходят «туда-сюда». На самом же деле за этим бесцельным хождением скрыты важные для управления компанией функции, выполняя которые руководители берут на себя роли принятия решений, а также межличностные и информационные роли.

Однако далеко не все эксперты в области управления проявляют энтузиазм в попытках четко разделить функции управления и лидерства и, как следствие, роли менеджера и лидера. Согласно Питеру Друкеру («Обучение и развитие») «разделение управления и

лидерства – такая же чепуха, как и разделение управления и предпринимательства. Это части одной и той же задачи». Далее Питер Друкер пишет: «Конечно, они различаются, но эти различия не больше, чем между правой и левой рукой и они являются частями одного тела».

По мнению Ицхака Адизеса происходит следующее: «Пытаясь решить проблемы менеджмента, мы меняем имена. Сорок лет назад это называлось administration — администрирование. Первый журнал по этой теме выходил под названием Administrative Science Quarterly («Ежеквартальный журнал об административной науке»). Учебные заведения назывались business schools of administration, а присваиваемая степень и по сию пору именуется master of business administration (магистр делового администрирования). Потом все поняли, что «администратор» — это не совсем то, что нужно, это бюрократия нижнего уровня, давайте эту категорию и будем называть администраторами. А вот это самое, что нам нужно делать, назовем менеджментом. Когда слово «менеджмент» тоже не сработало, появилось слово «executive» (исключительный): executive education, chief executive officer (CEO). Через некоторое время стало ясно, что и это не работает. Давайте перейдем к «лидерству» — и сегодня все говорят про лидеров. Но через два-три года станет понятно, что и это не работает, и придется искать новое имя. Слово «лидер» выйдет из обихода, и начнут активно пользоваться, скажем, словом «император». Существует еще одна сложность, с которой мы сталкиваемся при определении характеристиках эффективного руководства или лидерства. Проблема состоит в том, что лидерство рассматривается как процесс и как состояние. Как процесс – это действия руководителя с целью направить усилия сотрудников на достижение поставленной цели. Для этого руководитель использует набор управленческих навыков и свои властные полномочия. Как состояние, *лидерство* представляет собой комплекс характеристик – моделей поведения и личных качеств. И это еще не все. Существуют специалисты, которые приписывают все изменения эффективности лидера влиянию внешних факторов, ситуаций и окружения.

Манфред Кетс де Врис в книге «Мистика лидерства» предложил модель «взаимодействия», объединяющую все элементы. Личность, должность, опыт руководителя играют столь же важное значение, как и личности последователей в сочетании с ситуацией. Все это и определяет выбор стиля эффективного руководства.

Многолетний практический опыт и современные научные исследования в области менеджмента показывают, что эффективность или успешность руководителя определяется компетенциями, которыми обладает руководитель.

В 1973 Дэвида К. МакКлелланда году опубликовал работу «Testing for Competence Rather Than Intelligence», в которой было представлено понятие «компетенций». В статье приводились данные, доказывавшие, что тесты способностей и тесты знаний, также как и школьные уровни и дипломы не прогнозировали эффективность работы руководителя. Эти выводы привели МакКлелланда к тому, что он стал искать методы определения переменных «компетенций», способных прогнозировать этот уровень. **Компетенция** - это профессиональные качества персонала, которые связаны с успешностью, результативностью работы и включающие в себя знания, навыки, индивидуальные особенности и мотивацию.

Ключевыми компетенциями, определяющими эффективность руководителя, являются не столько профессиональные (наличие технических профессиональных знаний), а личностные характеристики, связанные с его мотивацией, убеждениями и личностными особенностями (рис. 5).

К **ключевым компетенциям руководителя** принято относить следующие компетенции:

- управление: постановка целей, эффективная организация работы сотрудников, установление стандартов деятельности, делегирование и контроль, предоставление обратной связи,
- мотивирование,

- ситуационное лидерство: определение уровня готовности сотрудников к выполнению задач, адаптация стиль руководства для достижения наибольшей эффективности и результативности, управление людьми в условиях неопределенности и организационных изменений.

От руководителя требуется владение многими компетенциями и навыками, но какие из них являются определяющими в современных условиях ведения бизнеса, если компания стремится к развитию и достижению успеха на рынке?

В 2002 году Джим Коллинз в своей знаменитой книге «От хорошего к великому» (2002), написанной на основе беспрецедентного исследования мировых компаний, формулирует несколько фундаментальных принципов. Руководствуясь этими принципами, компании достигали стабильной успешности на рынке. В этих компаниях руководители обладают сочетанием выдающихся личностных качеств и твердой профессиональной воли.

В книге Джима Коллинза для таких руководителей введен специальный термин - «**руководители 5-го уровня**». Джим Коллинз пишет: «В отличие от известных корпоративных лидеров, обладающих, как правило, сильным характером и не сходящих со страниц журналов и газет, руководители, которым удалось осуществить преобразования на своих предприятиях и перейти от хорошего к великому, кажутся прилетевшими с Марса. Спокойные, незаметные, сдержанные и даже застенчивые, эти руководители представляют необычную комбинацию скромности и профессиональной воли».

В компании должны быть нужные люди, и не должно быть ненужных людей. Джим Коллинз формулирует принцип «Сначала КТО, затем ЧТО». Он пишет: «Если вы начинаете с вопроса «кто», а не «что», вам легче будет приспособиться к окружающему миру. Нужные люди не нуждаются в непосредственном руководстве или стимулах; у них достаточно **самотивации**, обусловленной внутренним стремлением добиться исключительных результатов в создании чего-то великого. Если у вас на борту не те люди, то уже не важно, сможете ли вы выбрать правильное направление, вам все равно не удастся создать великую компанию. Великая стратегия без великих людей бесполезна».

У команды компании должна быть вера в то, что они делают нечто стоящее и достигнут в этом успеха. Джим Коллинз формулирует это как принцип «Непоколебимая вера перед лицом суровых фактов». Коллинз пишет: «Умение смотреть правде в лицо делает компании, способные на выдающиеся результаты, сильнее и увереннее в своих силах. Они не пасуют и не жалуются. Это возбуждает – смотреть в лицо опасности и говорить: «Мы никогда не сдадимся. Не капитулируем. У нас может уйти много времени, но мы найдем способ победить».

Следуя результатам исследований, проведенных американскими специалистами в области менеджмента, можно сделать вывод, что лучшие менеджеры, обладают схожими компетенциями, которые, и являются основой их успешности.

На первом месте находится **способность оказывать влияние** на людей. Лучшие менеджеры эффективно влияют на окружающих. При этом, важно подчеркнуть, что они это делают не ради личной выгоды и не любой ценой.

Другой компетенцией является **динамизм, энергичность**. От других успешного руководителя отличает настойчивость в достижении поставленных целей и задач, даже вопреки мнению окружающих его людей.

Ещё одной компетенцией является **ориентация на достижения**. Эта характеристика тесно связана со стремлением к повышению, как своей личной эффективности, так и эффективности подчинённых. Руководитель буквально заряжает энергией всех сотрудников. По сути, она подразумевает высокую мотивацию к качественному выполнению работы.

Очень важна для руководителя **уверенность в себе**. Данная компетенция проявляется в общей уверенности в собственных способностях и суждениях, а также в получении

удовольствия от выполнения сложных задач. Лучшие руководители не боятся брать на себя личную ответственность, в том числе и за проблемы и неудачи,

Инициативность. Данная компетенция проявляется в активном стремлении к использованию возможностей, когда они появляются, а также в способности быстро и эффективно разрешать критические ситуации. Руководители, обладающие данной компетенцией, стремятся расширять границы своего формального авторитета.

Стратегическое мышление позволяет руководителю определять причинно-следственную взаимосвязь событий и явлений, выявлять существующие закономерности, препятствующие или способствующие достижению поставленных целей.

Определяя компетенции успешного руководителя, нельзя не отметить такую характеристику как **эмоциональный интеллект**.

В 1912 г. немецкий психолог Вильям Штерн предложил измерять интеллектуальные способности человека с коэффициента умственного интеллекта IQ. В 1998 Даниел Гоулман в своей работе «Что делает лидера лидером», опубликованной Гарвард Бизнес Ревью, произвел настоящий фурор, заявив, что более важную роль, чем IQ, играет коэффициент EQ — эмоциональный показатель интеллекта, поскольку контроль над собственными эмоциями и способность правильно воспринимать чужие чувства характеризуют интеллект точнее, чем способность логически мыслить. В своем исследовании, в котором участвовало около 200 крупных международных компаний Даниел Гоулман выяснил, что для эффективности управленческой работы EQ имеет решающее значение, ее успех на 85% определяется этим коэффициентом и только на 15% он определяется с помощью IQ. В основе EQ лежит самопознание - способность к объективной самооценке, в том числе и понимание собственных настроений, эмоций и мотивов, а так же их воздействие на других. Успешные лидеры являются реалистами, они знают свои сильные стороны и слабости. То, что развитие эмоционального интеллекта является одной из самых трудных компетенций, доказывает следующий факт. Исследования показывают, что только 10% руководителей безошибочно оценивают себя. Фактически 70% руководителей относят себя к 25% наиболее эффективных и успешных. Другими словами 7 руководителей из 10 уверены, что относятся к лучшим представителям управленцев, фактически таковыми на являясь.

Есть еще одна важная компетенция, которую необходимо отметить. Это - командная работа и сотрудничество.

Таким образом, данная компетенция, как и предыдущая тесно связана со следующей компетенцией лучших руководителей, которая звучит, как.

Командная работа и сотрудничество предполагает эффективное делегирование полномочий, включение других людей в достижение поставленных целей и организацию работы группы таким образом, чтобы сочетание этих усилий приводило к эффекту синергии. Данный эффект делает коллективные усилия в десятки раз более успешными, чем простое сложение результатов такого же количества отдельно работающих сотрудников. Кроме чисто административных навыков, руководитель должен обладать способностью повышать командный дух и моральное состояние группы, эффективно предотвращать и разрешать возможные в ней конфликты.

Вышеуказанные управленческие компетенции взаимосвязаны между собой. По мнению некоторых экспертов, управленческие компетенции в максимальной степени проявляются, когда органично сочетаются в одном человеке и формируют компетентность руководителя.

Но есть и другое мнение. Ицхак Адизес, «давно борется с классической программой бизнес-образования, пытающейся добиться от каждого менеджера совершенства во всех аспектах управленческого процесса — и планировании, и умении креативно мыслить, и администрировании, и работе с персоналом. Он считает, что ни один человек не может и не должен выполнять все роли менеджера успешно. Это невозможно, поскольку менеджмент — слишком сложный процесс и некоторые необходимые функции попарно

взаимоисключающие. Мастерство менеджера, по мнению Адизеса, на самом деле заключается в умении работать с другими — так, чтобы в результате совместной деятельности эффективно выполнялись все составляющие менеджмента. Чтобы заставить менеджмент работать, нужна комплементарность, взаимодополняемость. Надо говорить уже не о лидерах, а об управленческих командах. Это потребует ментальной перестройки от обычного менеджера».

Рекомендуемая литература:

- 1. Гоулман Дэниел, Бояцис Ричард, Макки Энни «Эмоциональное лидерство: искусство управления людьми на основе эмоционального интеллекта»*
- 2. Ицхака Адизеса «Искусство изменяться», Harvard Business Review*

Рис.1. Формирование высокоэффективной команды



Рис. 2. Высокоэффективные группы



Рис.3. Сферы лидерства



Рис. 4. Составляющие стиля руководства



Рис. 5. Для разных уровней должностей требуется различный набор компетенций



Как добиться перехода от сопротивления к изменениям в поведении и внедрить устойчивые изменения

организационные изменения
сопротивление сотрудников
кривая перемен
устойчивость перемен
настойчивое или мягкое влияние
стили и методы влияния

Каждая компания сталкивается с необходимостью неких осуществления изменений. Эти изменения продиктованы необходимостью эффективно отреагировать на изменения внешней среды (рис.1,2). Они (изменения) могут проводиться целенаправленно. В этом случае разрабатываются концепции изменений и усовершенствования четко планируются. Возможен и другой вариант, когда компании оперативно реагирует на изменения внешней среды и приспосабливается к ней, изменяя свое поведение. Такие изменения носят скорее неформальный и адаптивный характер.

Цели организационных изменений могут быть различны, но в целом их можно разделить на 3 группы: реструктурирование (уменьшение), реорганизация (улучшение) и обновление (изменение корпоративного мировоззрения).

Согласно официальной американской статистике около 40% компаний, составляющих 20 лет тому назад список Fortune 500, в наши дни больше просто не существует. Из списка Fortune 500, опубликованного в 1970 году, в наши дни исчезло 60% компаний по причине их поглощения или просто распада и выхода из бизнеса. Из 12 самых процветающих в 1900 году компаний-гигантов, по которым тогда рассчитывался индекс Доу-Джонса, сегодня существует только General Electric – компания, которая менялась на протяжении всего своего существования кардинально не один раз.

Анализ развития организаций показывает, что компания, которая не осуществляет инвестиции в изменения, ставит под угрозу свою способность к выживанию на рынке. Как правило, такой вывод не вызывает протеста. Однако по оценкам М. Хаммера, одного из гуру изменений компаний, из 32 млрд. долларов, потраченных американским бизнесом на осуществление изменений, 20 млрд. были потрачены впустую.

Основная проблема заключалась в **сопротивлении людей**, которые отказывались делать то, что от них требовали инициаторы изменений.

Руководители в наибольшей степени знакомы и в наибольшей степени склонны пытаться внедрять стратегию и повышать эффективность организации, опираясь на стратегию, структуру и системы. Однако изучение успешных компаний показало, что в них уделялось большее внимание стилю, персоналу, навыкам и единым ценностям. Таким образом, организационные изменения могут иметь успех только в том случае, если «мягким» факторам изменений (эмоциональные и поведенческие аспекты) уделяется не меньше внимания, чем «жестким» (производственные аспекты). По словам Д. Даниэл Дак, для того, чтобы преобразования привели к желаемому эффекту, предметом их должны быть не только машины и системы, но и умы и сердца сотрудников.

Процесс изменений проходит ряд последовательных этапов. Данная последовательность получила название **кривой перемен** (рис.3). Игнорирование этапов не дает удовлетворительных результатов. Совершение ошибок на любом этапе может свести на нет достигнутые результаты или замедлить преобразования (рис. 4,5,6).

Дж.Коттер (Why Transformation Efforts Fail, «Harvard Business review») определяет 8 этапов, через которые проходят успешные изменения:

- внушение людям необходимости изменений (оценка условий рынка и конкуренции, идентификация и анализ кризисных явлений, потенциальных кризисов и возможных шансов для предприятия);

- создание команды реформаторов (определение команды влиятельных сотрудников, которые могут успешно возглавить процесс перемен);
- разработка перспективы и определение стратегии;
- пропаганда новой концепции будущего (разъяснение перспективы и стратегии путем проведения всеохватывающей информационной и коммуникационной политики);
- наделение полномочиями сотрудников, устранение препятствий (ликвидация барьеров, мешающих переменам, изменение устаревших структур и систем, стимулирование незаурядных идей, создание благоприятных условий для экспериментов, творчества и инноваций);
- достижение успеха в краткосрочном плане (быстрый успех, в достижении которого по возможности участвует весь персонал, служит базой для долгосрочной мотивации);
- консолидация первых достижений и принятие новых проектов изменений (одобрение перемен коллективом используется для внедрения новых методов, структур, процессов);
- укрепление изменений в корпоративной культуре (создание систем оплаты труда и стимулирования, способствующих утверждению новых моделей поведения).

Американские исследователи Р.Кантер, Б.Стайн и Т.Джик предлагают другой, хотя и очень близкий вариант программы организационных изменений, который включает следующие элементы:

- обеспечение поддержки предлагаемых изменений - вовлечение ключевых и заинтересованных групп, а также отдельных лиц в поиск оптимальных решений. В процесс включаются высшие руководящие звенья, неформальные лидеры, эксперты (со специальными знаниями в области информационного обеспечения), представители профсоюзов, кредиторы, наблюдательные советы и т.д.;
- определение общей перспективы - отображение желательного направления изменений без подробного анализа деталей. Перспектива здесь служит ориентиром для постановки конкретных целей, разработки стратегии и выбора мероприятий и должна носить мотивационный характер, т.е. убедительно показывать необходимость изменений и стимулировать позитивные ожидания коллектива;
- установление областей индивидуальной ответственности в процессе изменений - закрепление за каждым членом организации его роли и задач, вытекающих из процесса преобразования, для избежания неопределенности и конфликтов;
- обеспечение информацией и обучение персонала - своевременное ознакомление по тщательно разработанной программе членов организации с новыми обязанностями, процедурами, техникой и моделями поведения;
- постоянная проверка ключевых параметров организации - успешно функционирующие предприятия стремятся к достижению максимальной согласованности стратегии, распределения ресурсов, организационной структуры, оперативной деятельности, систем менеджмента, методов управления персоналом, условий труда и организационной культуры. Все эти параметры нуждаются в регулярной оценке, так как необходимо застраховаться от возникновения любого несоответствия их в результате изменения отдельных взаимозависимых элементов;
- обеспечение участия в процессе изменений - сопротивлению изменениям можно избежать по крайней мере частично, если привлечь к участию в них всех затрагиваемых лиц. Если привлечь всех членов организации к принятию принципиально важных решений не удастся, можно ограничиться "локальным" сотрудничеством по конкретным вопросам в рамках внедрения новшеств. Это тем более важно, что идеи и рациональные предложения опытных сотрудников на местах часто приводят к лучшим результатам, чем общие, стандартные решения "сверху", не учитывающие в полной мере детали каждой отдельной ситуации;
- гарантия стимулов - параллельно с изменениями должны обеспечиваться и стимулы, которые содействуют внедрению и институциональному закреплению изменений в структуре организации.

Такое структурирование помогает спрогнозировать возможные ошибки на каждом этапе и разработать план мероприятий по их предупреждению. Хотя все гуру по проведению изменений признают, что действительность гораздо сложнее любой схемы, которая дает лишь возможность понимания общих закономерностей при осуществлении перемен.

Действительность же оказывается сложнее еще и потому, что, как сказано было выше, успешная реализация изменений в организации зависит от понимания реакций человека на этот процесс. При проведении изменений все люди переживают определенную последовательность эмоциональных и психологических реакций на проводимые изменения, и самая первая реакция это беспокойство или для многих даже шок.

В своей книге «Life and Death in the Executive Fast Lane» Манфред Ф.Р. Кетс де Фрис объясняет, что изменения спускают с цепи множество страхов: страх потерять свободу, власть, страх неведомого, страх лишиться комфортных условий работы и денег. Практически у каждого гуру в области управления изменениями есть гипотезы, объясняющие причины сопротивлений изменениям.

Наиболее признанными являются следующие:

- страх (люди боятся неведомого);
- предсказуемый отрицательный результат (уверенность людей, что изменения окажут негативное воздействие на компанию, группу или человека);
- боязнь того, что работы станет больше (изменения условий соглашений, регулирующих взаимоотношения работников с организацией);
- необходимость ломать привычки (инертность человека, люди противятся, так как необходимо меняться самим);
- недостаток информации (сотрудники не информируются о причинах и целях изменений, не формулируются ожидания);
- изменения, не затрагивающие все компоненты системы, неспособность заручиться поддержкой организации как единого целого (процессы, технологии, системы вознаграждения остаются неизменными и не поддерживают изменения);
- мятеж сотрудников (не вовлеченность сотрудников, которые воспринимают изменения, как навязанные им сверху).

Каковы же необходимые *условия, обеспечивающие устойчивость перемен?* Прежде всего необходимо понимать, что без активной поддержки «сверху» попытки каких-либо преобразований, лишены смысла. Лидеры преобразований сталкиваются с различными проблемами на разных этапах осуществления преобразований. Успех в преодолении сопротивления во многом определяется наличием в арсенале команды реформаторов набора инструментов (конкретных действий), способствующих эффективному управлению переменами. В таблице 1. приведен перечень возможных действий по преодолению противодействия запланированным изменениям. Для осуществления этих действий, лидеры перемен должны уметь гибко использовать стили и методы влияния и понимать (рис.8), в каких случаях, какой из стилей и методов влияния (*настойчивое или мягкое влияние*) будет эффективен.

Когда используются данные подходы

Настойчивое влияние применяется в следующих случаях:

- когда необходимо добиться быстрой реакции;
- в чрезвычайных ситуациях;
- при возникновении проблем;
- в случае предвидения сопротивления и возможности его предотвратить.

Данный подход обеспечивает подчинение. Однако, настойчивое влияние можно использовать только при наличии власти и полномочий.

Мягкое влияние применяется в следующих случаях:

- при наличие достаточного количества времени;
- при необходимости добиться приверженности сотрудников;
- при возможности мягкого преодоления сопротивления,
- при существовании недоверия.

Данный подход обеспечивает приверженность. Мягкое влияние играет важную роль в случае ограниченных властных полномочий. В заключение перечислим ключевые положения при управлении изменений. Для внедрения устойчивых изменений необходимо:

- Создавать понимание необходимости изменений
 - Привлекать людей на раннем этапе
 - Честно обсуждать изменения и обосновывать их
 - Активно бороться с сомнениями и беспокойностью
 - Предоставлять людям, затронутым изменениями, роль в их реализации
- Преодолевать сопротивления либо путем приглашения к сотрудничеству, либо властными методами
- Определять цели и контрольные точки на пути изменений
 - Проявлять лидерские качества
 - Укреплять позиции на каждом этапе.

Таблица 1. Действия лидера на этапах изменений

Интегрированные характеристики лидера	Конкретные действия	Подводные камни
Этап: создание чувства необходимости и безотлагательности изменений		
Поддержка изменений Стратегическое мышление	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Распознавание основных угроз, диагностика проблем ▪ Выявление источников недовольства и сопротивления ▪ Информирование (использование внутренних и внешних каналов коммуникации) ▪ Выдвижение новых требований, повышение ожиданий и стандартов 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Сосредоточенность на симптомах, а не на проблемах или причинах ▪ Необходимость в изменениях, сопротивление изменениям ▪ Не заслуживающая доверия информация ▪ Безосновательные требования в области лидерства
Этапы: формирование команды реформаторов и формирования видения будущего		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Осуществление руководства ▪ Выработка планов ▪ Передача полномочий и мотивирование сотрудников 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Посмотреть на мир с точки зрения клиента ▪ Формулировка курса на будущее, который будет понятным, осмысленным и будет ▪ Видение должно содержать в себе вызов ▪ Мечта одного человека уступает место приверженности команды общим взглядам 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ У каждого существует свой взгляд на направление изменений ▪ Проявление банальности, циничное отношение ▪ Сосредоточенность на том, чего хотим мы, а не на том, чего хочет клиент ▪ Сосредоточенность на действиях, а не на результатах
Этап: стимулирование приверженности и преодоления сопротивления (пропаганда новой концепции и вовлечение сотрудников)		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Смелое лидерство ▪ Проявление приверженности работе ▪ Ориентированность на качество 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Выявление ключевых людей, от которых требуется добиться поддержки и которых необходимо вовлечь в процесс проведения изменений ▪ Выявление причин по которым они захотят принять участие в проведении изменений ▪ Выявление источников сопротивления, а также конкретных людей/функций ▪ Признание существующих трудностей ▪ Предоставление возможности сотрудникам высказывать свою озабоченность 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Политическая непривлекательность изменений ▪ Вывод, что изменения достаточно произвести на техническом уровне ▪ Восприятие сопротивляющихся сотрудников как «плохих» людей ▪ Ощущение, что трудно определить, с чего начать, т.к. слишком многое нужно сделать сразу

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Привлечение скептиков к участию в процессе ▪ Использование спонсоров для достижения цели 	
<p>Этап: обеспечение устойчивости изменений (получение скорых результатов, закрепление успехов, изменение корпоративной культуры)</p>		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Управление исполнением ▪ Управление прибыльностью ▪ Умение добиться результата ▪ Проявление соответствия между одобрением результатов и поощрениями 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Использование различных рычагов воздействия (например, коммуникации, создание специальных команд) ▪ Демонстрирование последовательности ▪ Обеспечение интеграции с другими бизнес – инициативами ▪ Осуществление конкретных действий, несмотря на отсутствие окончательных планов и полной информации ▪ Изменение системы поощрений 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Отношение к изменениям как отдельному заданию/проекту, а не как к стилю жизни ▪ Отказ приступать к действиям до тех пор, пока не будет найдено идеальное решение ▪ Отсутствие уверенности в том, с чего начать – слишком многое предстоит сделать

Рис.1. Проведение изменений



Рис. 2. «Айсберг»



Рис. 3. Переходная кривая



Рис. 4. Поведение лидера на этапе шока и отрицания

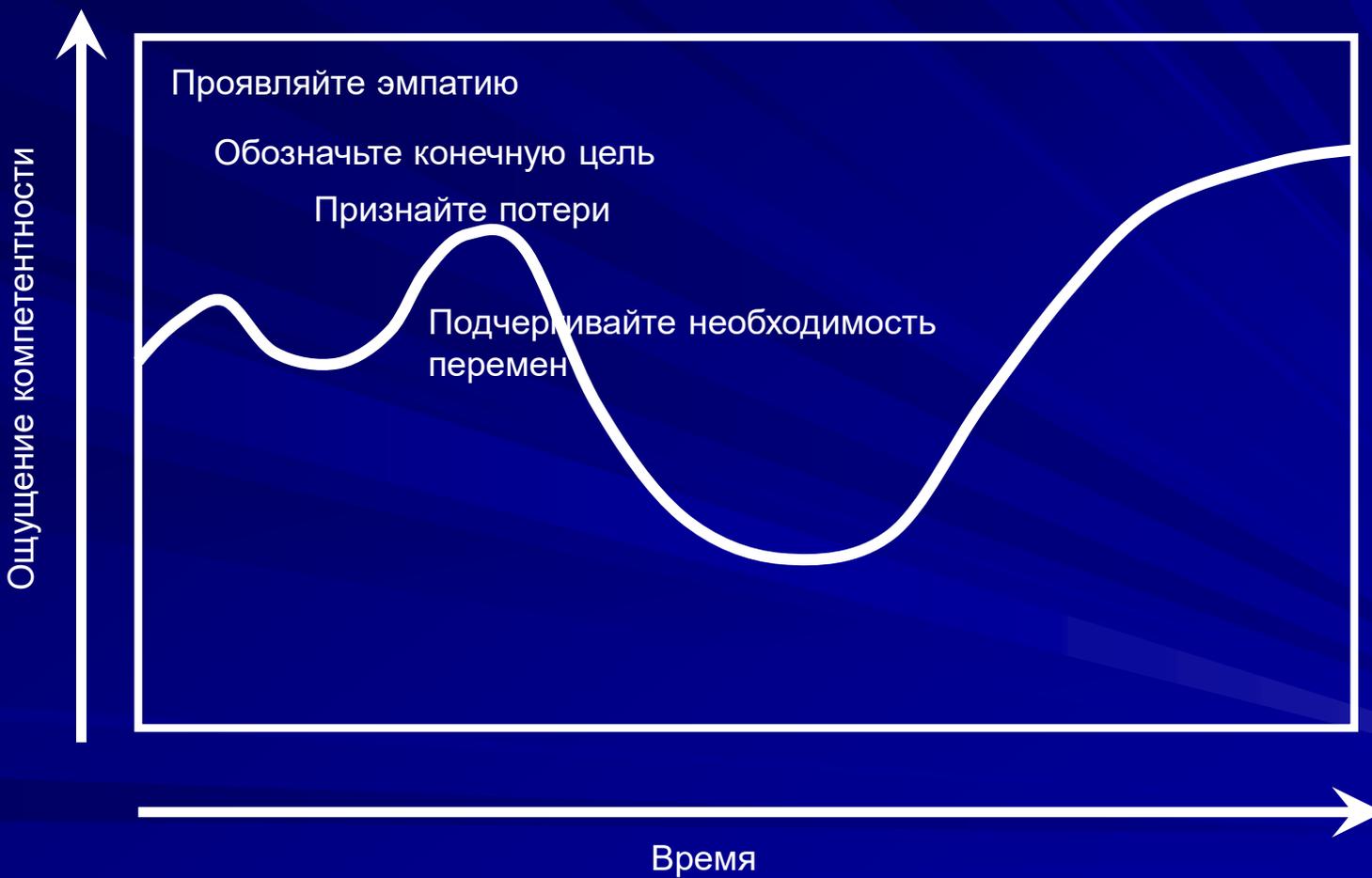


Рис. 5. Поведение лидера на этапе столкновения с реальностью

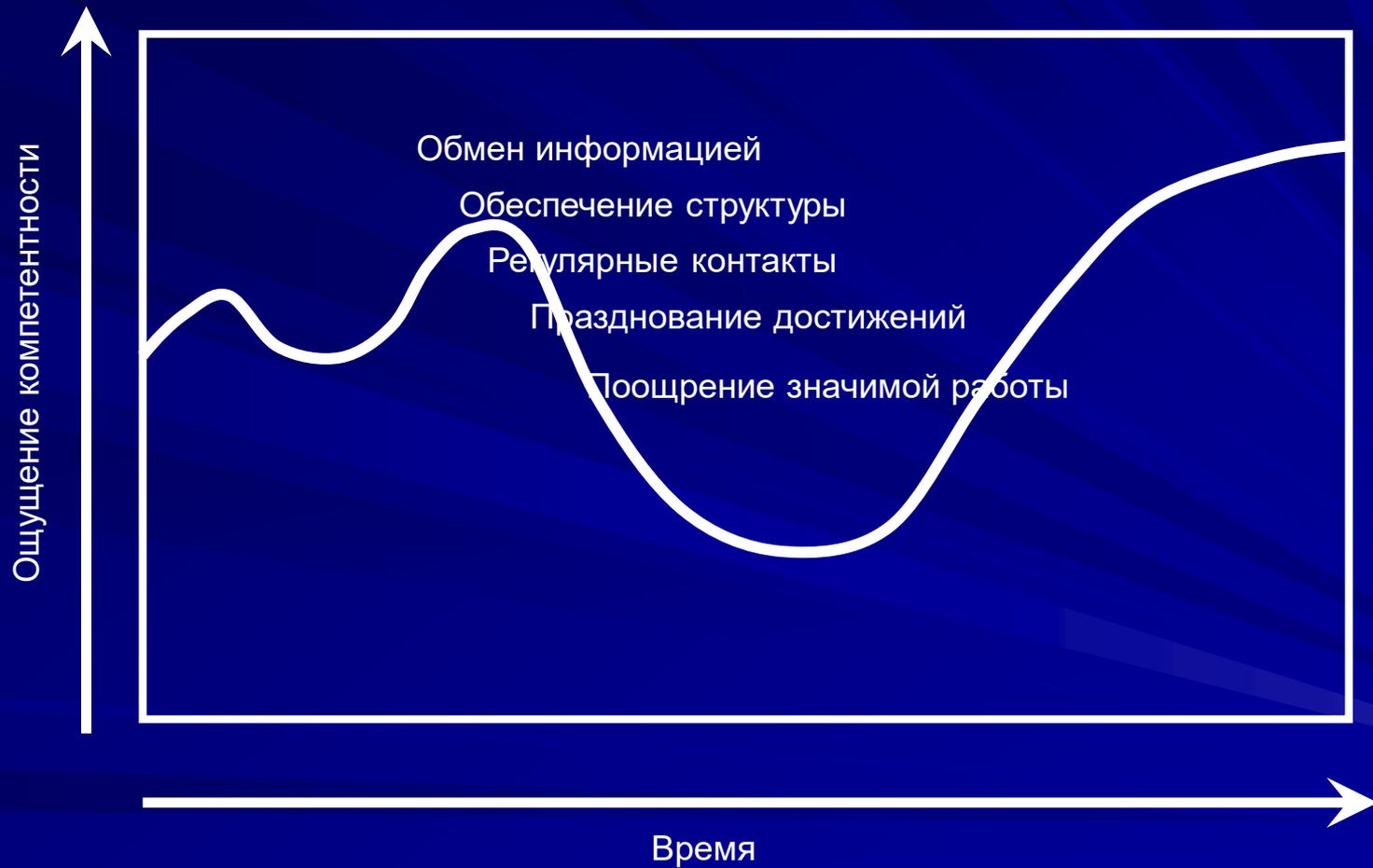


Рис. 6. Поведение лидера на этапе прощание с прошлым

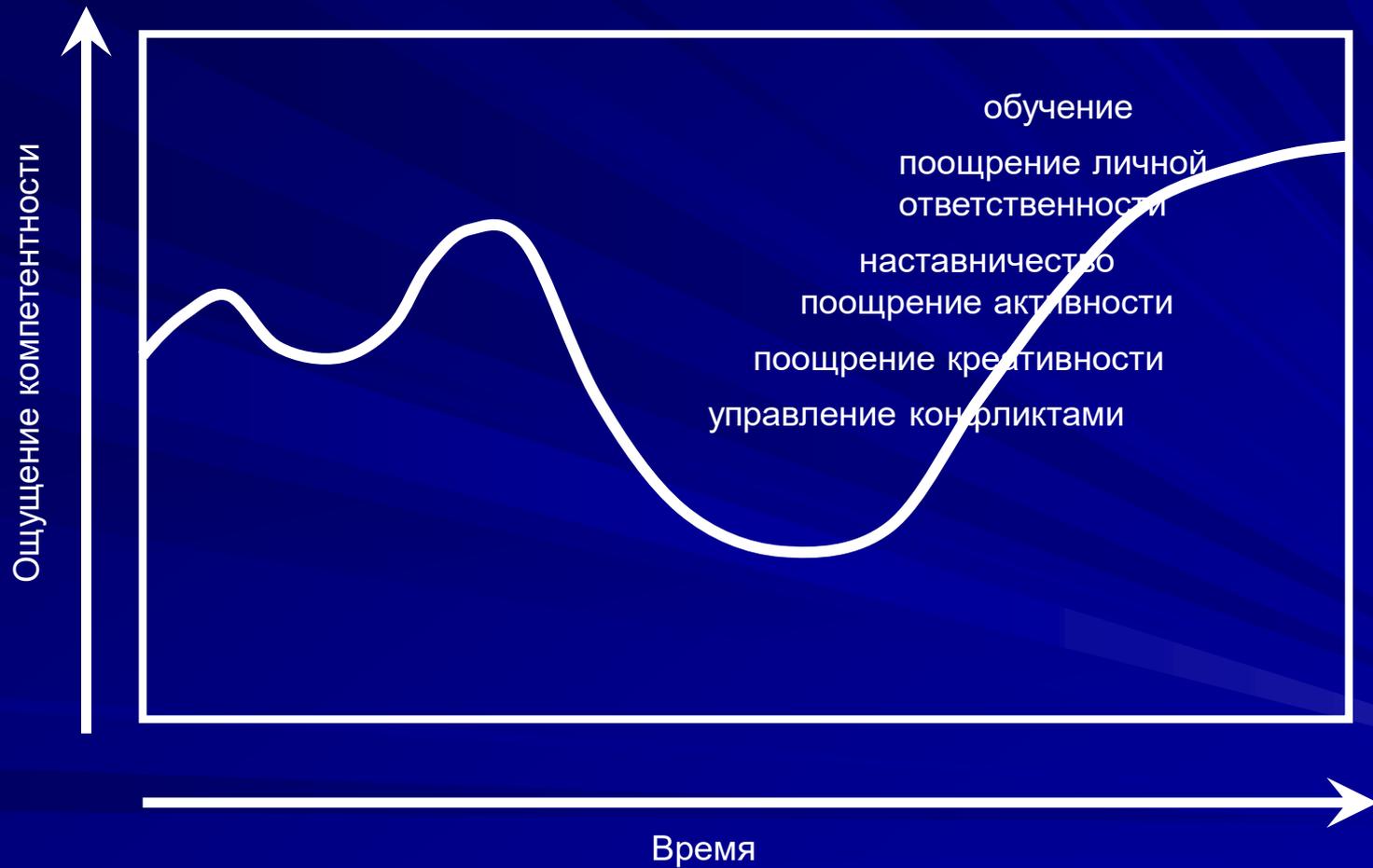


Рис. 7. Стили влияния

«PUSH»

Власть

Доводы

Утверждение

Согласование

Видение

Привлечение

«PULL»

Сравнительная характеристика традиционных и стоимостных моделей для мотивации персонала

*человеческий фактор и его воздействие на стоимость компании
мотивация профессиональной деятельности и принципы организации материального поощрения работника
факторы, влияющие на оценку деятельности работников
традиционные системы материального поощрения работников
система Скэнлона
вознаграждение топ-менеджеров*

Стоимость компании определяется ее дисконтированными будущими денежными потоками, и новая стоимость создается лишь тогда, когда компании получают такую отдачу от инвестированного капитала, которая превышает затраты на привлечение капитала. Правильно налаженное управление стоимостью означает, что все устремления компании, аналитических методы и приемы менеджмента направлены к общей цели: помочь компании максимизировать свою стоимость, строя процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости. Управление стоимостью не должно быть функцией исключительно руководящего аппарата, оно призвано усовершенствовать принятие решений на всех уровнях организации. Командно-административный стиль принятия решений сверху вниз не приносит должных результатов, особенно в крупных многопрофильных корпорациях. А значит, менеджерам низшего звена нужно научиться использовать стоимостные показатели для принятия более толковых решений. Управление стоимостью требует регулировать баланс наравне с отчетом о прибылях и убытках и поддерживать разумное равновесие между долгосрочными и краткосрочными целями деятельности. Если управление стоимостью внедрено и организовано должным образом, корпорация получает огромные выгоды.

В долгосрочном плане динамика хозяйственной деятельности компаний России зависит от так называемого **человеческого фактора**. Именно человек является центральным и главным элементом любой производственной системы. Это обуславливает необходимость раскрытия его потенциала в процессе трудовой деятельности, в создании условий, поддерживающих у работника желание совершенствоваться, стимулирующих его не только к продуктивной работе, но и к саморазвитию как личности.

Для большинства компаний основной источник прибыли связан с производственной и управленческой деятельностью. Прибыль является одним из финансовых результатов деятельности предприятия. Однако прибыль является и важнейшей экономической категорией. Величина прибыли зависит от множества нестабильных источников (от правильности выбора производственного профиля предприятия, от объемов производства, от издержек производства и т.д.). Это объясняется тем, что увеличение прибыли подчиняется благоприятной экономической конъюнктуре, случайности и законам рынка. Однако главной задачей фирмы должно быть создание источников стабильной прибыли.

При организации управления эффективностью работы персонала необходимо учитывать то, что менеджеры должны мыслить как собственники, для этого их вознаграждение необходимо увязать с их действиями, способствующими созданию стоимости для акционеров. Второй важный момент заключается в том, что поскольку в условиях развития экономики, основанной на знаниях, талант менеджеров сам по себе является важным источником стоимости, компании нужно привлекать и сохранять такие дарования с помощью соответствующей системы поощрений. Итак, каждой фирме необходим процесс, позволяющий направить поведение отдельных работников в русло общих усилий по созданию стоимости и дающий им мотивацию (с помощью системы вознаграждения и поощрения) к высоким индивидуальным достижениям.

Люди, из которых, собственно, и состоит любая фирма, являются таким же важным фактором производства, как и все остальные экономические ресурсы: земля, сырье, средства производства, основной и оборотный капитал, информация, технология и пр.

Человек стал не только ключевым и самым ценным «ресурсом» организации, но и самым дорогостоящим. Качество трудовых ресурсов непосредственно влияет на конкурентные возможности компании и является одной из важнейших сфер создания конкурентных преимуществ. Продвижение фирмы на новые рынки и новые регионы зачастую вызывается именно этим фактором.

На формирование концепции «человеческих ресурсов» существенное влияние оказала в 60-е годы прошлого столетия теория «человеческого капитала». Один из ярких представителей данного направления американский ученый Р.Ликерт указывал, что человеческий капитал даже более ценен, чем физический, и должен быть внесен в балансовый отчет организации. Когда богатейшие концерны скупают фирмы, то на одном из первых мест в оценке возможностей стоит персонал приобретаемой организации. Ведь покупается не только недвижимость, станки, оборудование, но и имидж, прошлые достижения и престиж, завоёванные рынки. Но носителями этих ценностей являются люди. Люди не продаются и не покупаются, передается правопреемственность по трудовым договорам с людьми на момент приобретения предприятия в целом. Количественная и качественная характеристика кадрового потенциала может повлиять на цену предприятия, как в ту, так и в другую сторону. На практике это обстоятельство подтверждается примерами значительного превышения рыночной цены предприятия над его балансовой стоимостью. Разница эта представляет гудвил, т.е. надбавку за деловую репутацию, которая может быть очень значительной. Анализ содержания гудвила показывает, что многочисленные составляющие его разнородные элементы: торговая марка, деловая репутация, качество менеджмента и др., - формируются под влиянием и в результате деятельности работников предприятия. Таким образом, можно констатировать, что величина гудвила непосредственно связана с уровнем развития кадрового потенциала предприятия.

Анализ эффективности работы персонала следует проводить регулярно, причем очень важно поддерживать открытую беспрепятственную обратную связь. Высокоэффективные компании, как правило, весьма быстро реагируют на недостаточную результативность своих работников: их направляют на переподготовку, переводят на другие должности, увольняют или побуждают уйти «добровольно» (под давлением коллег). Последствия плохой работы должны быть очень наглядными, чтобы каждый сотрудник осознавал всю серьезность задачи достижения целевых индикаторов.

Не менее важна «наглядность» вознаграждения, если эффективность работы сотрудников оправдывает или превосходит ожидания. Компаниям необходимы добротные системы вознаграждения за труд, способные служить настоящим источником мотивации работников. Высокоэффективные организации обычно сочетают три типа мотивационных рычагов, делая особый упор на каком-то одном из них:

- материальное поощрение — значительную долю оплаты труда составляет вознаграждение, сопряженное с «риском» (премиальные или опционы на акции);
- возможности карьерного роста — схемы быстрого продвижения по службе, в рамках которых отличники труда регулярно сменяют друг друга на все более ответственных должностях;
- ценности и убеждения — система ценностей, позволяющая работнику испытывать глубокое удовлетворение от признания своих заслуг в качестве «мастера своего дела».

Большинство компаний, стремящихся к созданию стоимости, используют несколько видов материального поощрения для вознаграждения и сохранения в своих рядах лучших работников. При формировании системы материального поощрения полезно руководствоваться следующими принципами.

- Не мешает подумать о возможности установить базовый уровень оплаты труда более высоким, чем средний для сопоставимых фирм. Исследования показывают, что в высокоэффективных компаниях базовый уровень вознаграждения выше, чем у конкурентов. В сочетании с поощрительными выплатами это означает, что труд работников таких фирм оплачивается лучше.
- В переменной части выплат следует ввести дифференциацию (в разумных пределах), зависящую от результатов труда. Для многих руководящих работников, особенно для лучших из них, такая дифференциация важнее, нежели общий уровень вознаграждения.
- Установление верхнего предела премиальных выплат может привести к тому, что топ-менеджеры ослабят усердие при достижении ими результатов, необходимых для получения максимального вознаграждения.
- Нужно ясно показать сотрудникам, какими ограничениями (например, необходимостью обеспечения безопасности производства или экологическими требованиями) они не вправе пренебрегать в своем стремлении достичь целевых индикаторов и какими последствиями чревато нарушение этого условия. Хорошо бы, по крайней мере, отчасти, привязать материальное поощрение к долгосрочным результатам создания стоимости с помощью механизма отсроченного вознаграждения (так называемого банка премий).

В идеале, управление эффективностью работы персонала должно способствовать персонификации для каждого сотрудника общей цели создания стоимости. Это позволит согласовать интересы собственников и менеджеров, повысив, таким образом, долгосрочную эффективность компании.

При разработке *системы оценки (грейдов)* требуется учитывать многие факторы. Условно их можно разделить на персональные (то есть относящиеся к сотруднику), организационные (относящиеся к компании) и внешние (рыночные) (таб. 1).

Аналитический метод оценки эффективности труда персонала можно представить в виде схемы (рис. 1).

Наиболее ответственным этапом проведения аналитической оценки является выбор и обоснование количественных и качественных оцениваемых факторов, охватывающих разные аспекты деятельности работников и нацеливающих их на полное раскрытие собственного потенциала и на максимизацию конечных результатов деятельности предприятия. Кроме того, набор оцениваемых факторов должен быть различным для разных категорий персонала, так как их вклад в конечный результат неодинаков, что должно учитываться в системе вознаграждения.

Анализ существующей практики, опыт специалистов, занимающихся вопросами оценки персонала, и учет современных тенденций в профессиональной структуре разных категорий работников фармацевтических предприятий позволили определить факторы, влияющие на размер трудового вклада работников на фармацевтических предприятиях (табл. 2)

Особо актуальной становится оценка качества труда персонала, представляющая собой набор требований, которым должен соответствовать работник, занятый выполнением определенного вида работ. Нарушение этих требований приводит к разнообразным отрицательным последствиям, связанными, в первую очередь, с потерями времени на исправление допущенных ошибок, ухудшением качества готовой продукции и потерей конкурентоспособности. Решить эту проблему можно с помощью учета достигнутого каждым работником уровня качества работы при расчете размера его премии.

Второй этап аналитической оценки предусматривает определение весомости предложенных факторов и степень влияния каждого из них на конечные результаты деятельности фармацевтических предприятий.

Весомость каждого фактора целесообразно определять экспертным путем на основе метода преимущества. Для этого на предприятии целесообразно сформировать

экспертную комиссию, в состав которой должны входить высококвалифицированные работники (наиболее опытные работники, специалисты, руководители производственных подразделений и представители высшего управленческого звена). На следующем этапе члены экспертной комиссии на основе собственных знаний и опыта осуществляют ранжирование предложенных оцениваемых факторов с учетом их влияния на конечные результаты деятельности предприятия. Каждому фактору по определенной шкале присваивается соответствующее количество баллов, которое возрастает по мере увеличения весомости фактора. Минимальная оценка отвечает единице, а максимальная — количеству оцениваемых факторов.

Заключительный этап предусматривает объективное и точное определение экспертами весомости каждого фактора по формуле:

$$q_i = \frac{\sum_{j=1}^N W_{ij}}{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^N W_{ij}}$$

где W_{ij} — оценка, выставленная j -м экспертом весомости i -го фактора, балл;

N — количество экспертов;

n — количество факторов.

В дальнейшем на основании аналитической оценки эффективности работ по каждому оцениваемому фактору определяются критерии, обусловленные качественными характеристиками работы, и условия отнесения к ним определенных видов работ. Количество критериев зависит от видов и характеристик оцениваемых трудовых функций и определяется на основании их анализа. Таким образом, основой для определения количества критериев по каждому оцениваемому фактору и условием отнесения к ним определенной работы является объективная оценка различия между наиболее и наименее сложной работой. Каждый критерий следует оценивать по пятибалльной шкале, позволяющей определить количественные расхождения в степени влияния оцениваемых работ на общую их эффективность.

Определение факторов, их весомости, критериев и их балльная оценка являются основанием для формирования квалиметрической модели оценивания труда каждого работника. В таблице 3 представлены составляющие предложенной квалиметрической модели оценки труда инженерно-технических работников и специалистов фармацевтических предприятий. С помощью этой модели на заключительном этапе аналитической оценки определяется итоговая оценка труда каждого работника, непосредственно влияющая на размер получаемой премии.

Поскольку, при начислении премии необходимо учитывать не только результативность индивидуального труда работников, но и уровень прибыльности деятельности фармацевтического предприятия, то, премия каждого работника должна включать две составляющие. Первая составляющая премии зависит от оклада работника. Эту часть вознаграждения, не связанную с количеством и качеством индивидуальной работы, сотрудники должны получать за фактические результаты труда. Ее размер автоматически изменяется в зависимости от объема полученной предприятием чистой прибыли.

Но большее стимулирующее значение имеет вторая составляющая премии, которая связывает уровень денежного вознаграждения с результатами деятельности определенного работника. Ее выплата не гарантирована, она может варьироваться и существенно отличаться для различных работников. Ее размер непосредственно зависит от результатов оценки индивидуальной работы.

Размер средств, направляемых на премирование работников, находится в полной компетенции предприятия, фиксируется в учредительных документах, в положении о премировании и формирует премиальный фонд предприятия. С учетом принципа распределения прибыли Парето, целесообразно разделить его на две части, одна из

которых (20%) будет направляться на выплату первой, вторая (80%) — на выплату второй составляющей премии.

Первая составляющая премии работника ($X_{i(1)}$) определяется по формуле:

$$X_{i(1)} = \frac{0,2 \times N \times \Pi}{\text{ФОП} \times 100} \times O_i,$$

где 0,2 — часть премиального фонда, направляемая на выплату первой составляющей премии;

N — процент чистой прибыли предприятия, направляемой на премирование работников, %;

Π — чистая прибыль предприятия в анализируемый период, по результатам деятельности которой премируются работники;

ФОП — фонд оплаты труда премируемых работников.;

O_i — оклад i -го работника, для которого рассчитывается премия.

Размер второй составляющей премии ($X_{i(2)}$) рассчитывается по формуле:

$$X_{i(2)} = \frac{0,8 \times N \times \Pi}{\sum_{i=1}^n K_i \times 100} \times K_i$$

где 0,8 - часть премиального фонда, направленная на выплату второй составляющей премии;

K_i — оценка результатов труда i -го работника, полученная на основании применения факторно-критериальной квалиметрической модели.

Общий размер получаемой работником премии (X_i) определяется по формуле:

$$\Pi = x_{i(1)} + x_{i(2)}$$

Приведенная формула является математическим выражением общей системы премирования, в состав которой входят прибыль фармацевтического предприятия, оклад работника и его интегральная балльная оценка (поскольку баллы предоставлялись по различным показателям деятельности).

Эффективной можно считать систему премирования, применение которой обеспечивает дополнительный экономический эффект, превышающий сумму премии, выплачиваемой за достижения: $E \geq \Pi$,

где E — экономический эффект, полученный вследствие внедрения новой системы премирования;

Π — сумма премий работникам за достижение или сохранение на определенном уровне показателей премирования.

Дополнительная чистая (абсолютная) прибыль предприятия или абсолютная эффективность системы премирования будет рассчитываться как разница между показателями, приведенными в формуле:

$$E_{аб} = E - \Pi \geq 0$$

Предложенная усовершенствованная система стимулирования труда на фармацевтических предприятиях способствует повышению эффективности деятельности фармацевтических предприятий за счет согласованности общих финансово-экономических результатов их деятельности и индивидуальных количественных и качественных результатов труда каждого работника. Вследствие ее внедрения стимулируется не только индивидуальный вклад каждого работника, но и коллективная работа, что, в свою очередь, позволит сформировать чувство общности в реализации целей предприятия и способностей работников для обеспечения социально-экономического развития фармацевтических предприятий и выполнения ими главной функции — производства необходимых населению эффективных и качественных лекарственных средств.

В качестве групповых методов стимулирования результативности и распределения прибыли наибольшую известность приобрели системы Скэнлона, Раккера и «Импрошейр». Ключевым моментом всех этих систем является то, что они базируются на

принципах теории мотивации. Системы группового стимулирования (СГС) производительности проектируют так, чтобы снизить удельные затраты, стимулируя высокую результативность труда. иными словами, фирма при неизменных затратах пытается добиться большого объема продукции и сделать это выгодным и для самой организации, и для работника. Хорошие системы организационного стимулирования не приносят качество в жертву количеству. Чтобы такая система была эффективной, её следует внедрять в интегрированную систему, в которой обеспечение высокого уровня производительности сочетается с другими организационными системами и процессами. Программа Скэнлона успешно применяется на крупных промышленных предприятиях Северной Америки (нефтедобывающих, газодобывающих, на предприятиях черной металлургии).

Сущность *системы Скэнлона* (табл. 4) заключается в снижении коэффициента, показывающего отношение стоимости рабочей силы (фонда заработной платы) к объёму продаж (реализованной продукции). Это отношение является точным и применимо для рядовых работников и управляющих. Базовый мотивационный фактор в системе Скэнлона – распределение прибыли организации между работниками. Для этой цели используются ряд формул и процедур, одну из которых стоит рассмотреть подробнее.

Сначала определяется базовая доля заработной платы (ФЗП) в стоимости объема реализованной продукции:

$$K_0 = \frac{\Phi_0}{V_0}, \text{ где}$$

K_0 – коэффициент Скэнлона (базисный коэффициент, доля ФЗП в объеме реализованной продукции в базовом периоде);

Φ_0 - ФЗП в базовом периоде (совокупные расходы на рабочую силу);

V_0 - стоимость объема реализованной продукции в базовом периоде. (В качестве базового периода берется предыдущий период в 5 – 6 лет).

Используя базисный коэффициент с учетом реализованной продукции за конкретный период, находим допустимые расходы на рабочую силу. Эти расходы затем сравниваем с фактической заработной платой Φ_1 .

$$\Phi_1 = K_1 \times V_1, \text{ где}$$

Φ_1, K_1, V_1 - показатели отчетного периода.

Если фактическая заработная плата ниже допустимой, выплачивают премию. Эту премию делят между компанией и работниками обычно в соотношении 25:75% соответственно. Часть долей работников выплачивается, а из другой создается резервный фонд на случай недостатка средств в последующие месяцы. Резерв используют также в качестве дополнительного поощрения за долговременный рост результативности. В конце года остатки резерва распределяются полностью. В таблице 4 приведен условный пример расчета премии на основе формулы общего коэффициента.

Строки 1-4 позволяют рассчитать стоимости реализованной продукции (строка 5). Стоимость продукции может и не отражать фактического уровня производства при данной продажной цене из-за возврата товаров и скидки, которые также принимаются в расчёт. Изменение запаса учитывают с целью компенсации колебаний во времени циклических изменений в объёме продаж. В предлагаемом примере произошло чистое снижение запаса, следовательно, товаров было продано больше, чем произведено. Используя базисный коэффициент, равный 0,283, находим величину допустимых расходов на рабочую силу, которые отражаются в строке 6. Вычтя из них фактическую заработную плату, получаем общий премиальный фонд (S).

$$S = V_1 \times K_0 - \Phi_1. \quad (3)$$

Если бы данный фонд был отрицательным, премия бы не выплачивалась, а дефицит был покрыт за счёт премиального резерва. Таким путём работников побуждают ежемесячно создавать премиальный фонд. Доля компании в премиальном фонде равна 25%, доля работников — 75%. Из доли работников 20% перечисляются в резервный фонд (строка

11), а остальная сумма немедленно распределяется (строка 12) между работниками в зависимости от их трудового вклада в увеличение объема реализованной продукции. Процент премии (строка 14) — это доля заработной платы, выплаченная каждому работнику. Партисипативная заработная плата не равна фактической плате, которая включает дополнительные выплаты. Как правило, работник, недавно принятый в организацию, проходит испытательный срок, во время которого в распределении прибыли не участвует.

Внедрение программы Скэнлона включает в себя несколько этапов. Первый этап — выбор оптимального по размеру подразделения, так как размер организации должен быть управляемым. Смысл ограничения численности состоит в том, что программа теряет результативность, если работники не участвуют в вынесении оценок через советы и комитеты. Второй этап — исследование относительной результативности программы Скэнлона с посещением уже использующих её организаций. Третий этап — выбор консультанта, который станет внедрять программу Скэнлона. Четвертый этап — желательно, чтобы высшее руководство посетило использующую программу Скэнлона стороннюю компанию. Пятый этап — команда высшего руководства готовит свою версию программы Скэнлона, которую представляет совету директоров.

После одобрения программы правлением наступает шестой этап — выборы комитета из полутора десятков служащих, которые представляют различные функциональные и организационные уровни (от финансового директора до производственного рабочего). Эта группа направляется в выбранную как образец компанию следом за командой высшего руководства. Седьмой этап — реализуется программа, подготовленная на пятом этапе. Проводится разъяснительная работа, разворачивается сотрудничество служащих по внедрению программы. (Члены комитета играют главную роль.) Объем производства, продаж, себестоимость и другие характеристики работы сообщаются всем отделам и участкам, чтобы служащие были достоверно информированы.

Вопросы вознаграждения топ-менеджмента традиционно рассматриваются под углом теории контрактов, путем встраивания в контракт с менеджером специальной системы материального поощрения. Вознаграждение менеджера должно зависеть от результатов деятельности компании. В свою очередь, для развитого рынка результаты деятельности компании прямо соотносятся с курсовой стоимостью акций, и наибольшее распространение получили предоставление акций с ограничениями по продаже и опционы на акции. Менеджеры получают часть вознаграждения в виде акций родной компании, и, тем самым, становясь акционерами, получают дополнительный материальный интерес в развитии компании. Опционы нередко достигают огромных сумм, а способы манипулирования опционами ставят под сомнение сам принцип применимости подобного вознаграждения.

Обладая инсайдерской информацией и способами давления на курс акций, менеджеры сталкиваются с огромным искушением сыграть на повышение и продать родные акции по завышенной цене, тем самым, увеличив свое вознаграждение. Если успешно разыгранная опционная карта в десятки и даже сотни раз превышает размер годового базового вознаграждения, то опасность злоупотреблений практически неминуема, что и показывает практика.

Существует несколько возможных принципов построения системы вознаграждения, основанной на опционах.

- Опцион может быть реализован только при превышении компанией рыночных показателей, когда компания опережает рынок (достаточно редкая ситуация, опционы такого типа, несмотря на очевидную справедливость, также редки).
- Устанавливается коридор, в пределах которого опцион может быть реализован (также не получил большого распространения на практике).
- Опцион периодически пересматривается (при падении курса акций).

- Устанавливаются ограничения на реализацию опциона (информация о продаже акций подлежит обязательному раскрытию или продажа требует специального одобрения совета директоров). Схожий механизм используется при заключении сделок с заинтересованностью.

- Выдается разрешение на продажу акций при высокой цене с одновременным предоставлением нового пакета акций со старым сроком исполнения. (Достаточно сомнительный способ вознаграждения, не учитывающий реальную тенденцию развития компании, который тем не менее активно применяется на практике).

Кроме базовых окладов и опционов, менеджеры традиционно получают разовые вознаграждения, привязанные к сделкам компании (например, бонусы при слияниях и поглощениях, которые вообще не несут в себе никакой стимулирующей функции).

При относительно быстром росте компании проблемы чрезмерно высокого вознаграждения топ-менеджеров и директоров как бы не стояло, так как «хватало всем». В ситуации экономического спада ситуация изменилась, и акционеры (особенно институциональные) все больше задаются вопросом: а не чрезмерно ли много мы тратим на содержание нашего директора? Национальная ассоциация по вознаграждению акциями (около 1600 членов) выдвинула мнение, что если в результате пересмотра политики материального поощрения фактическое вознаграждение директоров компаний существенно снизится, такие компании рискуют потерять ценных партнеров и не найти им достойной замены. При возросших требованиях к членам совета директоров (а также благодаря развернутой практике судебного преследования директоров недовольными акционерами) найти хорошего кандидата «под компанию» стало сложнее. По данным ассоциации, вознаграждение директоров и высшего менеджмента имеет тенденцию к росту. При этом численность совета директоров имеет тенденцию к сокращению. Происходит «профессионализация» советов директоров, для многих независимых директоров (которых все больше и больше) «директорский» гонорар является основным источником дохода.

По данным журнала «Boards and Directors», 25 лет назад только 4% американских компаний использовали опционы как часть политики вознаграждения директоров и высшего менеджмента; сегодня таких компаний в США 90%. Однако все чаще и чаще в западной прессе появляются сообщения о злоупотреблениях: система опционов, призванная выровнять интересы акционеров и менеджеров, зачастую стимулирует «потребительское», направленное на извлечение ренты, отношение менеджеров к компании.

Как и управление эффективностью функционирования бизнеса, управление эффективностью работы персонала должно включать в себя установление целевых индикаторов и анализ самой эффективности. Индикаторы для отдельного работника должны быть привязаны к КПЭ, за достижение которых он отвечает; это позволяет согласовать задачи предприятия с задачами сотрудника. Не следует также забывать об индикаторах, относящихся к сфере коллективной ответственности за результаты деятельности рабочих групп (особенно в тех случаях, когда совместная работа играет важную роль в выполнении конкретных задач).

Таблица 1

Факторы оценки деятельности работников

Персональные	Организационные	Внешние
вклад сотрудника в достижение целей бизнеса;	размер, структура и тип компании;	ситуация на рынке в отрасли;
ценность сотрудника для компании;	ее финансовое положение;	юридические нормы;
уровень его ответственности;	этап развития компании;	востребованность определенных специальностей на рынке труда;
наличие необходимых для его должности компетенций.	политика управления персоналом;	регион работы компании.
	корпоративная культура.	

Таблица 2. Факторы оценки результатов труда разных категорий персонала фармацевтических предприятий

Факторы	Категории работников		
	Работники основного производства	Инженерно-технические работники и специалисты	Руководители
Качество результатов труда	x	x	x
Сложность работ (должностных обязанностей)		x	x
Производительность труда	x		
Своевременность выполнения работ	x	x	x
Самостоятельность выполнения заданий	x	x	
Уровень механизации и автоматизации труда	x		
Совмещение профессий	x	x	
Образование и квалификация	x	x	x
Степень новизны выполняемых работ	x	x	
Степень творческого подхода при выполнении заданий		x	x
Уровень ответственности за допущенные ошибки		x	x
Участие в разработке и внедрении инноваций		x	x
Масштаб управления			x

Факторы	Категории работников		
	Работники основного производства	Инженерно- технические работники и специалисты	Руководители
Эффективность работы предприятия	x	x	x

Таблица 3. Квалиметрическая факторно-критериальная модель оценки труда инженерно-технических работников и специалистов

Факторы сложности работ (i)	Значимость фактора (a _i)	Критерий оценки факторов (j = 1, 2, 3...)	Показатель значимости критерия (X _{ij})		
			1	2	3
1. Качество результатов труда	a ₁	получение качественных результатов при выполнении всех заданий подразделения;	+		
		качественное выполнение заданий подразделения по отдельным направлениям;		+	
		получение качественных результатов труда по отдельным направлениям определенной сферы			+
2. Сложность работ (должностных обязанностей)	a ₂	интенсивное, организованное выполнение, быстрее запланированного срока;	+		
		разнородная по отдельным направлениям определенной сферы;		+	
		однородная, узкоспециализированная			+
3. Своевременность выполнения работ	a ₃	интенсивное, организованное выполнение, быстрее запланированного срока;	+		
		своевременное, организованное выполнение без нарушений установленных сроков;		+	
		выполнение с редкими случаями нарушения запланированных сроков			+
4. Самостоятельность выполнения задания	a ₄	полностью самостоятельное;	+		
		частично самостоятельное или под общим руководством;		+	
		под непосредственным руководством начальника			+
5. Совмещение профессий	a ₅	три и более профессий;	+		
		две смежные профессии;		+	
		нет совмещения			+
6. Образование, квалификация	a ₆	два высших образования, одно из которых по специальности;	+		
		высшее по специальности;		+	
		высшее не по специальности			+

Факторы сложности работ (i)	Значимость фактора (a _i)	Критерий оценки факторов (j = 1, 2, 3...)	Показатель значимости критерия (X _{ij})		
			1	2	3
7. Степень новизны работы	a ₇	новая;	+		
		нерегулярно повторяемая;		+	
		регулярно повторяемая			+
8. Степень творческого подхода	a ₈	творческий;	+		
		формально-логический;		+	
		технический			+
9. Уровень ответственности	a ₉	за коллектив;	+		
		за работу группы;		+	
		только за себя			+
10. Участие в разработке и внедрении инноваций	a ₁₀	непосредственное участие в разработке и внедрении продуктивных инноваций;	+		
		непосредственное участие в разработке и внедрении процессных инноваций;		+	
		опосредованное участие в разработке и внедрении инновационных решений			+
4. Самостоятельность выполнения задания	a ₄	полностью самостоятельное;	+		
		частично самостоятельное или под общим руководством;		+	
		под непосредственным руководством начальника			+
	a _i = 1,00				

Таблица 4

Условный пример расчета по системе Скэнлона

Показатели	У.е.
1. Объем продаж	2 300 000
2. Возвраты, скидки, надбавки	74 000
3. Чистые продажи	2 226 000
4. Изменение запасов (по стоимости / в продажных ценах)	441 000
5. Реализованная продукция	1 785 000
6. Допустимые расходы на рабочую силу=базисный коэффициент x строка 5 = 0,283 x строка 5	505 155
7. Фактическая заработная плата	470 000
8. Премииальный фонд	35 155
9. Доли компании = 25%	8 788,75
10. Доля работников = 75%	26 366,25
11. Резерв премий = 20%	5273,25
12. Подлежит немедленному распределению	21 093
13. Итого: партисипативная заработная плата	350 000
14. Процент премий = строка 12 : строка 13	6%

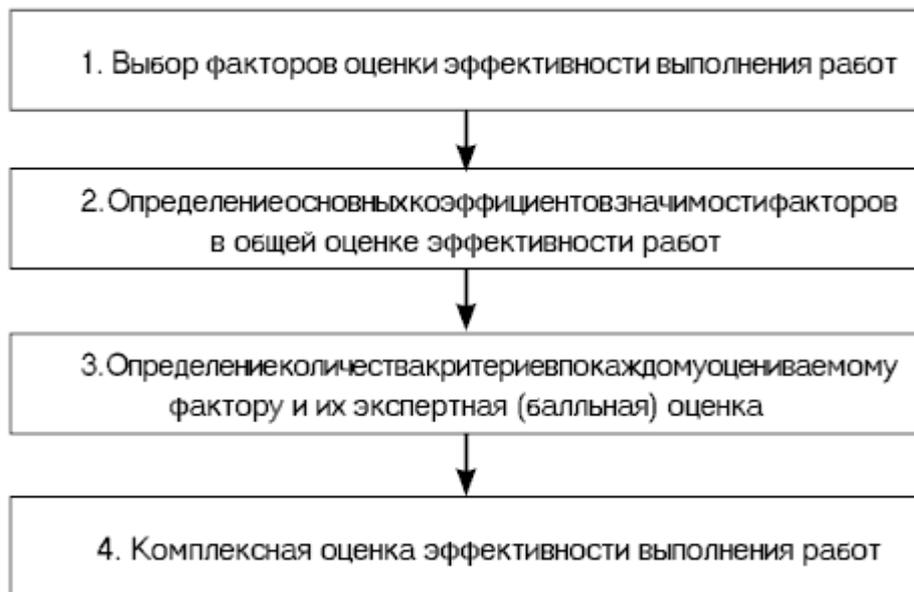


Рисунок 1. Алгоритм аналитической оценки результатов труда персонала

Мотивация менеджмента на результат и стоимость компании

мотивация

мотивация на присоединение и лояльность компании

мотивация на эффективность деятельности

корпоративной и индивидуальной систем мотивации

типология DISC

система мотивации, основанная на ключевых показателях эффективности

ключевые показатели эффективности

Основные теории мотивации давно известны. Главная проблема управления заключается в способности руководства организации эффективно использовать на практике эти теории и создать условия для заинтересованности персонала в конечных результатах деятельности. Основой этих условий должно быть доверие, уважение и открытость по отношению руководства к персоналу и всех сотрудников друг к другу.

Трудно признать какое-либо определение мотивации (как и идеальной стимулирующей системы) в качестве универсального. В зависимости от позиции, профессионального подхода, мотивация — это и система материальных и нематериальных стимулов, позволяющая наиболее эффективно использовать человеческие ресурсы, и направленность сотрудников на достижение нужных целей (например, для работодателя), и внутреннее желание работать, достигать материального благосостояния и личностного роста (для персонала). Сбалансированным может быть следующее определение: **Мотивация** - это система действий по активизации мотивов определенного человека: создание обогащенной стимулами и возможностями среды, в которой каждый человек актуализирует свои мотивы.

Правильно выстроенная система мотивации позволяет совместить стратегические цели акционеров и локальные задачи конкретных менеджеров, и это очень важно для успеха компании в целом, поскольку наступает нужный синергетический эффект.

Различают два типа мотивации менеджмента в компании:

1. Мотивация на присоединение и лояльность компании – ориентирована на привлекательность компании для менеджера и удержание его.

На данный тип мотивации влияют следующие факторы:

- степень удовлетворения в этой компании основных личных мотивов менеджеров;
- убежденность в том, что компания многое для них делает;
- уверенность в том, что они получают зарплату «которой стоят» и их заслуги будут замечены и оценены;
- культура, в которой руководство думает о карьерном росте менеджеров и росте их квалификации;
- наличие условий для комфортной работы;
- честность компании в отношении договоренностей с менеджерами.

2. Мотивация на эффективность деятельности – ориентирована на продуктивную и результативную работу менеджмента.

Побуждение менеджера к эффективной деятельности в рамках выбранной им компании реализуется путем **корпоративной и индивидуальной систем мотивации** и оплаты труда персонала.

Без данного типа мотивации вообще нет бизнеса, невозможна серьезная созидательная деятельность в компании, не существует прогресса и развития. Если не заниматься этими вопросами, происходит отток наиболее ценных сотрудников, падают продажи, тормозятся инновации.

Собственникам понятно, что стимулирование трудового энтузиазма сотрудников, создание для них комфортных рабочих условий, предоставление возможностей профессионального и карьерного роста напрямую ведут к улучшению качества работы и соответственно к развитию бизнеса. Сегодня недостаточно предложить только конкурентную зарплату, нужно иметь дополнительные программы переменного вознаграждения (премии, бонусы, опционы), а также социальные льготы. И сама корпоративная культура, существующая в организации, может быть мощным стимулирующим фактором. Грамотное построение системы мотивации помогает развернуть личную энергию коллектива в направлении интереса директора и собственника.

Учет *индивидуальной мотивации менеджеров* на результат может быть рассмотрен на примере 2-х типологий.

Существует большое количество типологий и методов определения индивидуальной мотивации. Приведем 2 варианта.

1. Типология DISC: выделяет 4 типа людей по преобладающей мотивации профессиональной деятельности

- Dominance (доминирование)
- Influence (влияние)
- Steadiness (стабильность)
- Compliance (адаптивность)

Проведенные исследования показывают, что D, I – люди, в большей степени мотивируемые *задачей*, меньше внимания обращают на комфорт. Мотивируются достижением как личных целей, так и целей организации.

S, C – люди, в большей степени мотивируемые *окружающей обстановкой*, могут избегать возможностей, которые лишают их зоны комфорта. Ориентированы более на процесс, чем на решение задачи.

Таким образом, для высокой ориентации на результат необходимо выделять менеджеров с приоритетной выраженностью факторов D (на власть - авторитет, достижимые результаты) и I (на популярность, деньги)

2. Типология В.И.Герчикова выделяет 4 типа мотивации достижения:

- Инструментальная (величина заработка и других благ, получаемых в качестве вознаграждения за труд).
- Профессиональная (разнообразие, интересность, творческий характер работы, ориентация на профессиональное совершенствование).
- Патриотическая (убежденность в своей нужности для организации, участие в реализации общего дела, содействие его успеху).
- Хозяйская (принятая на себя полная личная ответственность за выполняемую работу, стремление к максимальной самостоятельности в работе).

При этом, наиболее подходящей внутренней мотивацией на результат для менеджмента является хозяйская.

Мечта любого руководителя – реализовать поставленные цели, выполнять планы; мечта собственника, акционера - развивать бизнес, повышать стоимость компании. Все это входит в стратегический и операционный менеджмент, которым активно начали в последнее время заниматься российские компании. Действительно, формирование многих компаний закончилось, рынок определен, персонал в основном подобран. Теперь требуется, чтобы все это слаженно работало, давало результаты.

Для решения подобных задач как нельзя, кстати, подходит *корпоративная система мотивации и оплаты труда, основанная на ключевых показателях эффективности (КПЭ)* компании. Построение такой системы помогает сфокусироваться на главных приоритетах в данном периоде жизненного цикла компании.

Существуют различные подходы к оценке эффективности труда:

- МВО - Управление по целям (Management by objectives)

- PMM - Оценка и управление эффективностью (Performance Measurement & Management)
- KPI - Ключевые показатели эффективности (Key Performance Indicators)
- BSC - Сбалансированная система показателей (Balance Score Card)

Чаще всего используется технология разработки КПЭ (или KPIs - key performance indicators) *от целей компании*, где формулируются цели, результаты и показатели, характеризующие достижение этих результатов. Технология *от факторов стоимости* ориентирована на рассмотрение цепочки увеличения (или сохранения) стоимости компании. И в том, и в другом случае, показатели планируются с учетом положений, зафиксированных в Стратегии и с учетом Видения, миссии и перспективных бизнес-задач. **Ключевые показатели эффективности деятельности (КПЭ)** представляют собой ограниченный набор основных параметров, которые используются руководством для отслеживания и диагностики результатов деятельности компании и последующего принятия на их основе управленческих решений. КПЭ в численном выражении показывают, насколько результативна компания в самых важных для ее бизнеса направлениях или какова ее стоимость.

Состав показателей, их весовые коэффициенты, нормативные значения и статус во времени меняются в зависимости от приоритетов бизнеса.

Логика вопроса по внедрению корпоративной системы мотивации на результат и стоимость компании следующая.

1. Разработка оценочных показателей деятельности менеджмента в краткосрочной и долгосрочной перспективе.

Для разработки KPI менеджмента выявляются (разрабатываются) стратегические цели либо факторы стоимости Компании. Стратегические цели / факторы стоимости Компании (на планируемый период) описываются в цифрах и сроках.

Приведем пример некоторых целей:

- Выведение на рынок нового продукта и обеспечение объема продаж «X» ф.е.
- Получение среднегодовой рентабельности продаж 30%
- Получение достоверной управленческой информации (отчетности) до 2 числа каждого месяца.
- Оптимизация численности - доведение выработки на 1 работника – X тыс. Евро; выработки на 1 работника прямого производства – XX тыс. Евро.
- Планирование: выполнение планов деятельности подразделений не менее чем на X%;

Пример факторов стоимости:

- Достижение величины собственного капитала Банка до (...млрд.),
- Достижение доходности капитала (например, до 15% годовых в валюте),
- Доведение качества кредитного портфеля до ...уровня
- Приближенность к мировым стандартам банковского дела (базельские стандарты, корпоративное управление и т.д.)
- Создание эффективной системы дистрибуции.

Далее в Компании происходит согласование и детализация целей/ факторов стоимости (ФС). Иерархия факторов стоимости (дерево) формируется на основе Миссии (видения) и стратегических целей компании.

2. Установление соответствия показателей деятельности менеджеров требованиям Компании (целям или факторам стоимости).

При этом необходимо понять, какова функция менеджера, на что направлена его деятельность, какие показатели при этом должны быть достигнуты. Каковы его основные задачи в бизнесе (текущие, стратегические)? В чем заключается его фактическая работа?

Формулируются конкретные цели подразделений, которые возглавляют менеджеры. То есть фактически разрабатывается Дерево целей, ориентированное либо на стратегические цели, либо на факторы стоимости Компании.

Технология разработки Древа целей или Стратегических карт подробно описана в соответствующей литературе. Она включает следующие шаги:

шаг 1. Распределение целей (факторов стоимости) по перспективам (бизнес-процессам)

шаг 2. Определение причинно-следственных связей между целями-факторами стоимости (их взаимного влияния)

шаг 3. Определение ответственных за достижение целей (факторов стоимости).

- -За каждую цель (ФС) назначается персональный ответственный
- -Если за цель (ФС) отвечают несколько человек, она разбивается на подцели (под-факторы).

Показатели для менеджмента могут быть сгруппированы в соответствии с некоторой структурой, например:

1. Показатели «рыночной» (маркетинговой) эффективности.
2. Экономическая эффективность.
3. Управленческая эффективность.
4. Эффективность производства
5. Эффективность персонала.

Либо на 4 области показателей:

1. Услуги и клиенты
2. Персонал
3. Прибыль и расходы (затраты)
4. Компания и имидж

Либо в соответствии с системой сбалансированных показателей Balanced Scorecard (BSC) можно выделить четыре «перспективы»: финансовую, клиентскую - отношения с потребителем, внутреннюю - организация бизнес-процессов, перспективу обучения и развития.

Выделяются также показатели общей ответственности всех менеджеров и показатели каждого из подразделений. Обычно показатели распределены на годовые; квартальные и ежемесячные в зависимости от периода выполнения и контроля поставленных задач.

Данные группы показателей не являются однородными в структуре показателей КПЭ. Поэтому в зависимости от их «важности» и значимости делается распределение «весов» по группам.

Таким образом, показатели эффективности КПЭ позволяют четко контролировать выполнение стратегических задач либо факторов стоимости и осуществлять текущий мониторинг деятельности менеджмента Компании.

Связь системы показателей и механизма мотивации руководителей на результат и стоимость компании.

Выполнение показателей влияет на переменную (премиальную) составляющую общего дохода руководителей подразделений компании. Это ключевой фактор при ежегодной оценке руководителя и принятии решения об изменении должностного разряда и уровня его базового оклада

При наличии системы КРІ, премирование (вознаграждение менеджеров в течение отчетного периода) осуществляется в соответствии с критериями эффективности и результативности труда, представленными в виде ключевых показателей эффективности подразделения и собственно руководителя.

Система премирования руководителей по результатам выполнения показателей эффективности подразделений учитывает следующие требования:

- Обязательное согласование с вышестоящим менеджером и закрепление конкретных целей и задач на планируемый период, ключевых мероприятий и ресурсов

для их достижения, а также измеримых показателей оценки выполнения поставленных задач.

- Личная ответственность менеджеров за достижение целей и значений показателей.
- Утвержденный понятный и прозрачный порядок начисления премий.
- Гибкость системы - возможность ежегодного изменения состава показателей и их весов, коррекции целей, числовых значений и весов показателей не чаще одного раза в квартал.

Распределение фактического премиального фонда между руководителями подразделений осуществляется вышестоящим менеджером и утверждается Руководителем по персоналу в соответствии с оценочными листами. В оценочный лист включаются показатели с весами, за которые данный руководитель несет ответственность, а также другие задачи и мероприятия, запланированные на отчетный период.

Для создания четко работающего **механизма внедрения и реализации системы мотивации** менеджмента Компании необходима некоторая последовательность действий, которая может выглядеть так:

1. Разработать дерево целей (факторов стоимости) в соответствии со стратегией.
2. Распределить задачи уровня компании на задачи уровня подразделений.
3. Определить основные группы рисков и оценить степень их значимости.
4. Провести ресурсный анализ и построить матрицу ответственности по задачам Компании
5. Разработать Ключевые показатели эффективности деятельности (нормативы, механизмы измерения).
6. Перейти на систему оплаты труда и стимулирования топ-менеджмента, основанную на ключевых показателях эффективности деятельности (КПЭ).
7. Разработать оценочные листы руководителям подразделений Компании с использованием элементов проекта КПЭ.
8. Разработать окончательные КПЭ и основанную на них систему мотивации и оплаты труда.
9. Установить общекомандный бонус для ключевых руководителей по результатам работы Компании за год.

Данная система мотивации менеджмента на результат и стоимость компании позволяет получить следующие эффекты:

- Уточнить функционал, зоны ответственности и цели менеджмента
- Оптимизировать процессы внутри подразделений
- Оптимизировать взаимодействие между подразделениями
- Повысить управленческую квалификацию, ориентацию на рыночное мышление
- Вести систему мотивации на долговременной основе.
- Учесть механизмы внутренней мотивации

Мотивация - это система действий по активизации мотивов определенного человека.

- Выделяют два типа мотивации менеджмента в компании: 1) Мотивация на присоединение и лояльность компании . 2) Мотивация на эффективность деятельности.
- Побуждение менеджера к эффективной деятельности в рамках выбранной им компании реализуется путем корпоративной и индивидуальной систем мотивации и оплаты труда персонала.

Корпоративная система мотивации и оплаты труда, основанная на ключевых показателях эффективности (КПЭ)

- **Разработка оценочных показателей деятельности менеджмента в краткосрочной и долгосрочной перспективе.**
- **Установление соответствия показателей деятельности топ-менеджеров требованиям Компании (целям или факторам стоимости).**
- Какова функция топ-менеджера? (деятельность направлена на выполнение текущего плана, при этом должны быть достигнуты следующие показатели...)
- Каковы основные задачи в бизнесе? (текущие, стратегические)
- В чем заключается фактическая работа? (разработка и внедрение систем и анализ результатов деятельности...)

Построение показателей эффективности (KPI) для ключевых факторов стоимости

Фактор стоимости	Кадровый резерв
Задача	Сформировать кадровый резерв по ключевым позициям
Измерители эффективности результата	Процент готового резерва (по уровням управления)
Ключевые факторы эффективности процесса	Сохранить резерв
Измерители эффективности процесса	Текучесть резерва Процент новых назначений из резервистов

Ключевые факторы стоимости: роль менеджмента

Факторы	Примеры	Комментарии	Роль менеджмента
Технологии, патенты	-	Российские ноу-хау слишком отстающие во многих сферах	Надо изменить научный менталитет на коммерческий
Лицензии	Мобильная связь, нефть	Отличный конкурентный барьер. Но зависит от гос.поддержки	Личные отношения и коррупции
Брэнд	Wimm-Bill –Dann, Балтика	Защищает маржу. Увеличивает долю рынка, пока это недорого	Это чисто интеллектуальный капитал; хорошая команда брэнд-менеджмента может размножить успех в др. категориях
Система дистрибуции	Coca-Cola прямая доставка	Дорого и требует ноу-хау. Но является ключевым конкурентным преимуществом	Требует хорошо проработать структуру, бизнес-процессы; мотивация и дисциплина – ключевые факторы
Операционная эффективность	McDonald’s, Aeroflot	Снаружи не видно. Но в услугах является практически единственным конкурентным преимуществом	Требует хорошо проработать структуру, бизнес-процессы; мотивация и дисциплина – ключевые факторы
Экономика масштаба	Metro	Дает автоматом значительные преимущества в затратах	Экономика масштаба позволяет тиражирование, но есть опасность потери качества
Контроль затрат	Северсталь	Частично требует инвестиции в новые технологии; контроль закупок и брака - более важная сфера, чем сокращение ФОТ	Эффективность м.б. достигнута при уменьшении кол-ва людей и одновременном увеличении зарплаты и обучении оставшихся

5 основных принципов создания системы КПЭ (Мак Кинзи)

- Связь КПЭ с основными факторами, определяющими **стоимость компании (индикаторы разного типа)**.
- Существование набора взаимоувязанных КПЭ для различных уровней организации (каждый последующий показатель раскрывает и детализует показатель верхнего уровня).
- Адаптация основных показателей эффективности к конкретным условиям.
- Простота и понятность системы показателей (5-10 для каждого уровня управления).
- Итеративность (сами КПЭ и их приоритеты могут и должны меняться).
- Первым шагом в создании системы материального поощрения, поддерживающей стратегию, является **увязка занимаемой должности с достигнутыми результатами**, а не с обязанностями и функциями, вытекающими из должностной инструкции
- Акцентирование внимания сотрудника на том, **что нужно достигнуть, а не на том, как нужно работать**, увеличивает шансы в достижении согласованных целей

Компоненты эффективных систем мотивации

стимулирование

система мотивации

компоненты системы мотивации

постоянная часть заработной платы

размер должностного оклада

шкала должностных окладов

переменная часть заработной платы

премия по индивидуальным результатам

подходы к оценке эффективности труда

материальная мотивация

моральные поощрения

компоненты системы мотивации

Известный «гуру» HR-менеджмента Майкл Амстронг в своей книге «Практика управления человеческими ресурсами» дает нам следующие определения, относящиеся к понятию «мотивация»:

- мотив – причина для того, чтобы что-то сделать.
- мотивировать других людей означает заставить двигаться в желательном направлении для достижения некоторого результата.
- хорошо мотивированные люди – это люди, четко определяющие цели и выполняющие действия, которые приведут к нужной цели.
- мотивация связана с факторами, которые заставляют людей вести себя определенным образом. Это целенаправленное поведение.

Известно три группы факторов воздействия:

1. Вознаграждение
2. Развитие
3. Возможности, предоставляемые организацией

Факторы воздействия, или инструменты, используемые менеджментом для корректировки трудового поведения персонала, называют стимулами. **Стимулирование** – метод управления трудовым поведением работника / группы, состоящий в целенаправленном воздействии на поведение персонала посредством влияния на условия его жизнедеятельности, используя мотивы, движущие его деятельностью. В широком смысле слова, стимулирование – совокупность требований и соответствующая им система поощрений и наказаний.

Таким образом, **система мотивации** – это система действий по активизации мотивов сотрудника: создание обогащенной стимулами и возможностями среды, в которой каждый человек актуализирует свои мотивы

Рассмотрим **компоненты** трехфакторной **системы мотивации**:

1. Вознаграждение состоит из денежной составляющей, возможностей карьерного роста или перемещения и моральной составляющей, включающей «похвалу» руководства.

Размер постоянной части денежного вознаграждения как мотивационный фактор работает главным образом на мотивацию присоединения, лояльности к компании и в меньшей степени на достижение результатов. Для России, с ее динамично растущим рынком труда и растущим спросом и предложением предметов роскоши и разнообразных удобств, деньги еще долго будут являться основным фактором, побуждающим работника выбирать работодателя и выполнять поставленные им задачи.

Статистика показывает, что чем выше квалификация сотрудника и должность, тем меньшую роль в их мотивации играют деньги. Но бывают исключения. Ярко выраженная материальная мотивация встречается у чаще всего двух категорий — технического

обслуживающего персонала и, как это ни странно, у топ-менеджеров, у которых потребность в карьерном росте и самореализации по определению уже удовлетворены. Существует эффект привыкания к заработной плате, премиям и бонусам. Человек ни к чему так быстро не привыкает, как к размеру своего вознаграждения. Обычно сотрудники «привыкают» к зарплате через 3 месяца, а к полному компенсационному пакету – через год. Важно точно определить размер денежного вознаграждения каждого сотрудника: базовый оклад может быть ориентирован на рыночную стоимость специалистов данного профиля. Специалисты признают, что деньги могут являться стимулом только в качестве переменной части — в виде премий или бонусов по результатам работы. Зарплата же является своеобразным «гигиеническим» фактором: если она соответствует рыночному уровню — хорошо, если нет — сотрудник может начать задумываться о смене места работы, но в любом случае лобовое повышение оклада не заставит человека работать с большей отдачей в длительной перспективе.

Слагаемыми денежного вознаграждения являются:

- постоянная часть,
- переменная часть, зависящая от индивидуальных результатов труда сотрудника,
- переменная часть, зависящая от результатов работы компании (подразделения).

Для руководителей соотношение переменной и постоянной части может достигать 2:1, для рядовых сотрудников (обычно) 1:3.

Постоянная часть заработной платы – это должностные оклады и квалификационные надбавки. Наличие постоянной части заработка выполняет несколько функций, в том числе:

- по отношению к компании задает оценку снизу по статье расходов на зарплату; позволяет предъявить работнику определенный набор требований, которые тот должен обязательно выполнять за постоянно выплачиваемое вознаграждение.
- по отношению к работнику: фиксирует минимальные обязательства компании по заработной плате; задает оценку снизу для уровня его доходов.

Размер должностного оклада каждой категории сотрудников компании отражает соотношение относительной ценности (внутри компании) данной категории и ее абсолютной (рыночной) ценности.

Вилки должностных окладов одной и той же категории сотрудников могут различаться в разных подразделениях в зависимости от ценности деятельности данного подразделения для компании и стоимости сотрудников данного профиля на рынке труда.

Шкала должностных окладов (еще есть название – грейды) чаще всего строится как единая для всей фирмы и привязывается к штатному расписанию или профессионально-должностной структуре.

В крупной компании может быть несколько шкал:

- 1) для работников профильных профессий (front-line);
- 2) для сотрудников офисных подразделений;
- 3) для работников вспомогательных и обслуживающих подразделений (back-line);
- 4) для менеджеров.

Но эти шкалы должны быть соотнесены между собой хотя бы в отдельных точках – скажем через соотношение окладов руководителей между собой и в сравнении с окладами подчиненных им сотрудников.

В основе шкалы окладов (грейдов) чаще всего лежат признаки:

- квалификации;
- сложности выполняемой работы;
- ответственности принимаемых решений;
- необходимости руководства работой других людей;
- напряженность труда, объем регулярных переработок времени.

Метод оценки должностей Нау-групп определяет размер каждой должности (грейд) в соответствии со следующими критериями

1. Знания и умения

- Специальные
- Широта управления
- Навыки общения

2. Ответственность

- Свобода действия
- Влияние на конечные результаты
- Диапазон

3. Решение вопросов

- Область решаемых вопросов
- Сложность вопросов

Шкала ежегодно пересматривается Службой персонала, ответственной за систему мотивации и оплаты труда. Если фирма имеет филиалы в других населенных пунктах, регионах, странах, вводятся поправочные (умножающие) коэффициенты на соотношение средних зарплат в населенном пункте расположения филиала и штаб-квартиры.

Переменная часть заработной платы – это премии по индивидуальным результатам; за вклад в работу подразделения; целевые; по общим результатам работы компании.

Премия по индивидуальным результатам отражает возможность прямого индивидуального влияния работника на результаты его деятельности.

Начисляется по заранее (до начала работы) определенным показателям. Для каждого работника (позиции) показатели определяются индивидуально. Их число не должно превышать 3-5, в противном случае значимость каждого показателя становится слишком малой. А тогда работник ориентируется не столько на полный набор показателей, сколько на наиболее для себя выгодные, и заботится больше не об их выполнении, а о точности проводимых расчетов.

Существуют различные **подходы к оценке эффективности труда**, фиксирующие вклад сотрудника в работу подразделения:

- MBO Управление по целям (Management by objectives)
- PMM Оценка и управление эффективностью (Performance Measurement & Management)
- KPI Ключевые показатели эффективности (Key Performance Indicators)
- BSC Сбалансированная система показателей (Balance Score Card)

Все они делают возможным оценку результатов деятельности и ее соотнесение с размером вознаграждения. В некоторых компаниях такая Шкала соответствия является гибкой, в других – жестко фиксированной. Это определяется текущим бизнесом компании, ее корпоративной культурой и уровнем управленческого развития.

Переменная часть вознаграждения выплачивается за результат и эффективность деятельности. Поэтому необходимо следить за внутренним балансом зарплат в компании. Соотношение – кому платят больше/кому меньше – очень чувствительный фактор системы мотивации. Денежное вознаграждение способно продуцировать у сотрудника внутреннее желание повышать эффективность своего труда только в том случае, когда он субъективно воспринимает, что существует связь между затраченными усилиями и размером вознаграждения. Когда это соотношение нарушается: избыточная награда за труд извращает для человека смысл того, что он делает. Главным для него становится не содержание работы, а сохранение повышенного вознаграждения. Когда соотношение меняется в противоположную сторону, возникает апатия, желание продуктивно работать пропадает.

Основные «гигиенические» факторы системы мотивации - зарплата, страховки, социальные льготы. Это позволяет привлечь талантливых специалистов.

Назначение социальных льгот, предоставляемых сотрудникам:

- Увеличение дохода работника от фирмы

- Социальная защита работника
- Освобождение работника от некоторых социально-бытовых проблем

За счет применения этой составляющей системы мотивации происходит привлечение и удержание нужных организации работников и стимулирование патриотического отношения к компании.

Распределение социальных льгот может происходить по уравнительному или иерархическому принципам. Уравнительный подход – когда все сотрудники получают одинаковые компенсационные пакеты. Может учитываться стаж работы – размер и номенклатура благ растет с увеличением стажа работы сотрудника в организации. Иерархический подход использует фиксированные списки благ, предоставляемых определенной должностной позиции и возможность работника выбрать конкретные блага в пределах суммы, фиксированной для каждой должностной позиции (принцип кафетерия); комбинированный подход – часть благ фиксированы в номенклатуре, остальные – по выбору.

Состав и многообразие компенсационного пакета являются важными факторами привлечения и удержания сотрудников в компании.

В состав компенсационного пакета может входить:

- страховка (включая страхование членов семьи)
- оплата питания и проезда до места работы
- оплата членства в спортивных клубах
- предоставление возможности сотрудникам отдыхать в пансионатах и домах отдыха (с полной или частичной оплатой)
- оплата проживания (при необходимости арендовать жилье)
- оплата обучения (в т.ч. за границей для ключевых сотрудников и менеджеров)
- пенсионное страхование (вклады в западных банках или в оффшорных зонах)
- мобильные средства связи (для руководителей – качественная компьютерная техника (напр. LCD экраны компьютеров))
- отдельные кабинеты – для руководителей
- автомобиль с персональным водителем – для руководителей.
- кредитование сотрудников, предоставление денежных ссуд.

Материальная мотивация — лишь один из наиболее часто встречающихся стимулирующих факторов, притом не самый эффективный. Управление такими мотивами, как карьерный рост, статус, слава, оценка работы, ясность цели, может влиять на энтузиазм сотрудника не меньше, чем высокая зарплата и бонусы.

Не стоит также забывать, что наивысшее удовлетворение человек получает от реализованной потребности в творчестве, от уважения коллег, от вовремя произнесенной похвалы. Человек должен любоваться сделанной работой, причем это касается и интеллектуальной, и самой приземленной деятельности.

К **моральным поощрениям** в эффективной системе мотивации относятся: благодарности, возможности Доски почета, звания (наставник, отличник, победитель, ударник, лучший и т.п.)

2. Еще одним фактором системы мотивации является развитие, которое дает возможность развития сотрудника на рабочем месте.

Здесь используется мотивация на повышение собственной рыночной стоимости сотрудника: получение нового опыта, навыков и знаний. Вкладывая средства в развитие сотрудников, компания предоставляет им возможность достичь успеха: реализовать поставленные цели, реализовать потребность ощущать собственную значимость («моя работа полезна»). Позитивным моментом здесь является вовлеченность в общий процесс деятельности компании: начиная от планирования, заканчивая процессом принятия решений. В эффективных компаниях фактор развития реализуется в праве сотрудников на

авторство: многие имеют потребность узнать себя в результатах собственного труда, иметь доказательство тому, что именно он смог это сделать.

Эффективные системы мотивации делают ставку на внутрикорпоративное обучение, как на начальном этапе, так и на протяжении всего периода работы в этой организации. Люди получают возможность даже пересмотреть свои профессиональные интересы, поменять профессию, получить второе высшее образование. Имеют право сменить профессию в рамках организации или даже перейти в другую организацию.

3. Возможности, предоставляемые организацией, реализуются в создании продуктивной производственной атмосферы, конструктивной корпоративной культуры.

В некоторых компаниях основу мотивации составляет именно организационная культура, где основными ценностями являются доверие, уважение и открытость по отношению к людям. Благодаря такому подходу, как молодые специалисты, так и опытные профессионалы имеют возможности и ресурсы для самореализации и развития, что в свою очередь позитивно отражается на результатах деятельности компании в целом.

Сотрудники приобретают возможность реализовывать собственные идеи, возможность получать помощь и иметь право на ошибку. Компания создает для сотрудников адекватные внутренние коммуникации, организует взаимодействие с внешней средой, где сотрудники могут налаживать новые связи, контакты.

Обычно эффективная система мотивации дифференцирована в зависимости от позиции работника. Отдельно выделяют систему мотивации для топ-менеджеров.

Что мотивирует менеджера кроме зарплаты? Рекомендуется использовать следующие **компоненты системы мотивации:**

- Причастность к достойному перспективному делу (бизнесу)
- Оценка реального результата (наличие четких критериев эффективности/успеха)
- Право принимать ответственные решения (например, самостоятельность в регионе)
- Возможность совершить профессиональную и должностную карьеру
- Участие в результатах бизнеса и доходах Компании или в собственности (получение доли)
- Дорогостоящие блага (натуральные стимулы: квартира, загородный дом, автомобиль...)
- Социальный пакет, пропорциональный зарплате
- Некоторые виды морального стимулирования (почет, знаки внимания...)

К материальным формам мотивации для топ-менеджмента относят акции и опционы.

Акции компании составляют все большую долю в оплате труда высших руководителей на Западе и даже могут стать основным элементом оплаты их труда. Также все чаще акции используются и на уровнях ниже высшего руководства. Плюсы от увеличения доли акций в оплате труда менеджмента очевидны:

- Увеличивается заинтересованность менеджеров в достижении высоких результатов в долгосрочной перспективе
- Улучшаются потоки денежных средств
- Происходит продление ценности премиальных выплат более, чем на год
- Реализуется участие менеджмента в прибыли компании

Используется два различных формата вознаграждения в виде акций: текущее перераспределение – ежегодные выплаты наличных или акций и отсроченная выплата – до пенсии или до увольнения .

Опционы. Этот механизм материального вознаграждения очень популярен в Америке.

Сотрудники компании, отработавшие в ней не менее года, имеют право на покупку акций или получение денежной премии, равной их рыночной стоимости. Есть внутренняя процедура оценки компании, привязанная к выручке. Если выручка растет очень быстро, объективно растет и цена опциона. Чем больше зарплата сотрудника, тем больше предоставляемый ему опцион. Сотрудник, конечно, может купить сами акции, но обычно

он берет деньгами. В форме опционов выдается обычно около 10% акций компании. Этот инструмент дает возможность сотруднику зарабатывать, не вкладывая свои деньги.

Причинами, по которым вводятся данные формы вознаграждения для менеджмента являются:

- Мотивация на удержание и лояльность
- Повышение производительности и эффективности
- Реализация философии владельцев – справедливо делиться прибылью

Итак, эффективные системы мотивации — многогранны, это комплекс различных стимулов, включающих материальные (фиксированный заработок, премиальная часть), косвенно-материальные (страхование здоровья, оплата мобильной связи, путевок), нематериальные (тренинги, семинары, конкурсы).

Определение базисных принципов, заложенных в качестве основы системы оплаты труда

1. Денежное вознаграждение должно оказывать мотивирующее, а не демотивирующее воздействие.

2. Сотрудник должен видеть очевидную зависимость между своей зарплатой (денежным вознаграждением труда) и своим личным вкладом, изменением объема работы, ее сложностью, эффективностью своего труда для компании.

3. Повышение или понижение зарплаты должно быть связано с оценкой труда сотрудника, т.е. изменение денежного вознаграждения - через оценку по гласным и понятным критериям.

4. Значительное повышение зарплаты должно быть связано с продвижением сотрудника вверх по служебной лестнице.

5. Зарплаты специалистов разных подразделений должны различаться в зависимости от вклада (ценности) данного подразделения в работу компании и в соответствии с рыночной стоимостью специалистов данного профиля.

Внедрение концепции EVA в систему вознаграждения персонала

применение EVA в премиальных системах

оплата работы менеджеров по премиальной системе, основанной на EVA

особенности премиальных систем, основанных на EVA

влияние недостатков EVA на премиальную систему

бонус-планы, основанные на EVA

внедрение системы управления на основе EVA

Возможности применения EVA в премиальных системах

Как известно, если экономическая добавленная стоимость (EVA) компании равняется нулю, это значит, что акционеры заработали достаточную норму прибыли на своем капитале. Смысл премий на основе экономической добавленной стоимости (EVA) нацелен на стимулирование менеджеров чтобы акционеры всегда получают со своего капитала больше прибыли, чем могли ожидать.

Такая премиальная система выгодна одновременно и руководству, и акционерам, поскольку после внедрения премиальной системы EVA уровень результативности деятельности должен подняться. Стимулирующая премиальная система, как правило, побуждает менеджеров повышать уровень производительности даже после выплаты им премий, а прибыль акционеров становится больше, чем, если бы она была получена не в рамках премиальных систем. При правильно разработанном бонус-плане: чем выше размер выплачиваемых премий, тем выгоднее это акционерам. Премия EVA выплачивается не за счет акционеров, зачастую это часть создаваемой произвольной стоимости.

При использовании премиальных систем EVA целевой уровень очень объективен. Премия может быть выплачена, например, согласно определенному проценту положительной EVA. Обычно выплата премий носит субъективный характер, поскольку в основе их лежит бюджет, составляемый на основе предварительных консультаций. В свою очередь, у менеджеров, принимающих участие в обсуждении бюджета, есть стимул в искажении информации ради своих целей, т.е. они недооценивают потенциальный уровень производительности. Причина этого кроется в том, что обнародование реальных возможностей могло бы привести к меньшим премиям. При неограниченном и объективном уровне премий у менеджеров есть стимул к максимизации производительности и стоимости, вместо сокрытия потенциальных возможностей и бессмысленной потери времени и сил на распределение доходов и корпоративных ожиданий.

Премиальная система EVA может быть использована для решения некоторых сопутствующих проблем. Как правило, руководство дочернего предприятия хочет вложить в свое дело столько денег, насколько это позволяет высшее руководство. Не так уж много руководящих групп СБЕ, которые добровольно пришли бы к выводу, о том, что у них нет достаточно хороших проектов инвестирования, и, следовательно, лучше всего объявить период свободного движения капитала в виде дивидендов. Даже если бы не было достаточно выгодных проектов инвестирования, дочерние компании захотели бы сохранить избыточный капитал в своем бухгалтерском балансе как ликвидные средства (или инвестировать их в не очень выгодные проекты). Благодаря мощной (довольно стимулирующей и поощряющей) премиальной системе EVA управление нацелено на избежание таких ситуаций. Это объясняется тем, что весь капитал, дающий прибыль ниже средневзвешенной стоимости капитала, понижает их премии. В случае если стимулы связаны с изменениями EVA, избыточный капитал в текущих активах или перенакопления в развитой компании могут снизить премии. Некоторые зарубежные исследователи

приводят явное практическое доказательство того, что после внедрения премиальной системы, основанной на остаточной прибыли, менеджеры избегают инвестиций, дающих прибыль ниже средневзвешенной стоимости капитала. В более широком смысле именно потому, что EVA определяет конечную цель любой компании, премиальные системы, основывающиеся на EVA, способны соединить интересы правления и акционеров, или интересы ведущих менеджеров и менеджеров самостоятельных бизнес-единиц (СБЕ).

Оплата работы менеджеров по премиальной системе, основанной на EVA

Частные предприниматели, руководители своих собственных фирм получают доход соответственно тому, что они зарабатывают. Некоторые удачные предприниматели становятся богатыми, и тогда нет предела уровню их дохода. Довольно часто корпоративные менеджеры могут осуществлять значительные улучшения состояния акционеров, поскольку в их распоряжении находится крупная сумма денежных средств. Однако за это менеджерам не платят. Даже незначительное улучшение эффективности капитальных вложений может привести к значительному улучшению состояния акционеров в абсолютном смысле. Для того чтобы стимулировать менеджеров к достижению более высоких результатов и для проведения соответствующей оплаты за интенсивность их труда, необходимо платить им за некоторые из таких улучшений. На практике это значит: больше платить хорошим работникам и меньше – плохим.

Экономическая добавленная стоимость (EVA), может также оказаться весьма полезной для объединения интересов руководителей/собственников и простых служащих. На протяжении многих лет идет вечная борьба между служащими и работодателями. Это привело к массовому возникновению профсоюзов, а в некоторых случаях и к безуспешным, разрушительным забастовкам. Проблема состоит в том, что прибыль компании должна увеличиться за счет роста производительности, а служащие всегда выступают за получение доли увеличенного дохода. Однако в действительности служащие не имеют ни малейшего понятия о размере причитающейся им доли. Они также считают, что в сравнении с заработанной платой менеджеров и акционеров им всегда не доплачивают. Этим и объясняются массовые требования об увеличении зарплаты. Экономисты утверждают, что темпы увеличения зарплаты не должны обгонять рост производительности (но именно это так трудно объяснить служащим, поскольку даже экономисты расходятся в определении производительности). В результате рост зарплаты обгоняет по своим темпам рост производительности, что делает рентабельность и эффективность капитальных вложений, по мнению владельцев, уменьшающих в свою очередь количество рабочих мест, слишком низкими. В итоге, как правило, страдают не только акционеры, но и служащие, независимо от истинных намерений последних.

Премиальная система, основанная на EVA, может также послужить для осуществления соответствующих выплат в связи с изменением производительности. Если часть позитивной EVA всегда отдавать служащим, то тогда они, возможно, и поймут связь между производительностью компании (рентабельностью) и размером их заработной платы. В последнем случае сумма выплачивается служащим именно за счет потребителей и производительности, а не за счет собственников. Премии EVA могут также уравновесить процесс выплаты денег рабочим. При благоприятном состоянии рынка служащие получают премии. При неблагоприятном экономическом положении премии не выплачиваются, поскольку нет позитивной EVA. Достойные премии могут предотвратить, при соответствующей договоренности, рост спроса на увеличение заработной платы. С другой стороны, при превосходстве размеров зарплаты относительно роста производительности невозможно достигнуть позитивной EVA, в итоге никакие премии не выплачиваются. В этом отношении рост премий, основанных на EVA, осуществляется вслед за увеличением производительности компании.

В ситуации с простыми служащими процесс по установлению связей между выплатой премий и их собственными достижениями осложняется за счет отсутствия материального вклада EVA, или, по крайней мере, значительного вклада. Не рекомендуется также

соединять выплату премий с долгосрочной EVA, поскольку это делает связь между прибылью компании и зарплатой служащих менее очевидной.

Особенности премиальных систем, основанных на EVA

Учет долгосрочной перспективы, премии в «банке»

В случае с корпоративными менеджерами выплата премий должна осуществляться в рамках долгосрочной экономической добавленной стоимости (EVA). Долгосрочный период можно привязать к премиальной системе, основывающейся на EVA, за счет накопления премий в так называемом «банке». Это означает, что при хорошей EVA менеджеры будут получать с нее определенные проценты, доля (или другие подобные выплаты), однако премия не выплачивается им полностью. Например, менеджерам следует выплачивать только 1/3 премии, оставшиеся 2/3 должны лежать в премиальном банке. На следующий год менеджер вновь получает премию, которая также помещается в банк. Менеджеры получают 1/3 уже с нескольких премий, хранящихся в банке. Каждый год зарабатываемые премии увеличивают банковское сальдо, и менеджерам выплачивается 1/3 (или определенные проценты) с накопленных премий. Если периодическая премия EVA отрицательна, то премия в банке также отрицательна, что снижает размер заработанного сальдо. Это дает возможность менеджерам пережить частично тот риск, который для акционеров обычное дело. В то же время это дает преимущество хорошим работникам (с большим положительным банковским сальдо) и заставляет плохих работников (с отрицательным банковским сальдо) уйти из компании.

Естественно, процесс расчета долгосрочных премий сопряжен с определенными проблемами, поскольку в течение многих лет служащие могут поменять свою должность. Однако это вполне подходит для уровня менеджеров. Накопленная менеджером премия за то время, в течение которого он занимал данный пост, переходит с ним на следующий пост, до тех пор, пока он остается сотрудником компании. Размер заработной премии не влияет на пенсию. Однако при уходе с должности по другим причинам осуществляется закрытие положительного сальдо накопленных премий.

Устойчивость премиальных систем

Премии, основанные на EVA, должны сохранять свою устойчивость на протяжении многих лет. В случае если управление стратегической бизнес-единицей получает большие премии наряду со значительными результатами, не следует изменять премиальную систему с целью последующего сокращения размера премий в будущем. Несомненно, следует исправлять особо серьезные ошибки. Однако крупные премии, по существу, не содержат такие ошибки. Напротив, крупные премии свидетельствуют о хорошо функционирующих премиальных системах, что способствует увеличению прибыли акционеров.

Щедрая премия за хорошую производительность

Согласно мнению проф. Майкла Дж.Дженсена из Гарвардской школы бизнеса и проф. Кевина Дж.Мерфи из Чикагского университета, самая большая проблема с оплатой труда высшего руководства состоит в том, что менеджерам сегодня платят скорее как бюрократам, нежели как предпринимателям, увеличивающим стоимость компании. Они также указывают на то, что традиционная премиальная система слишком слабо стимулирует хороших исполнителей, но зато гарантирует непомерно большое вознаграждение посредственным сотрудникам. Корпоративные менеджеры зачастую контролируют крупные денежные потоки. В связи с тем, что ставки настолько велики, велико и потенциальное повышение корпоративной интенсивности труда и потенциальных доходов акционеров. Профессора приводят довод о том, что хоть в прессе и часто удивляются зарплатам высшего управляющего звена (в США), эти зарплаты, несомненно, в среднем не слишком велики. Более рациональная оплата труда высших управленцев, это, в конечном счете, оплата их достижений, а что касается хороших исполнителей, здесь необходима повышенная оплата.

Если акционеры хотят, чтобы премиальная система дала желаемый эффект, премии должны носить мотивирующий характер. Положительная EVA, если таковая достигнута, может и должна иметь поощрительное значение в полном смысле этого слова, чтобы лучшие исполнители получали большие премии. Однако если самостоятельная бизнес-единица функционирует уже при положительной EVA, минимальную ставку доходности нужно поднять и выплачивать премию, соответственно, после того как превышено значение целевого EVA. Другой вариант – связать премии с изменением EVA. Конечно, ни одна команда менеджеров не премируется в соответствии с текущей положительной EVA. Это не будет служить мотивом и уж точно будет тратой денег акционеров.

Премии не должны быть скрыты; они также не должны способствовать занижению предельного дохода. Бесспорно, если премия ограничена определенной суммой, это не будет способствовать тому, что менеджеры станут доставать звезды с неба. Но и акционеры, конечно, не хотели бы, чтобы их прибыль ограничивалась каким бы то ни было уровнем. Если EVA достигает невероятных цифр, то и премии должны расти вслед за ней. Премиальная система не должна быть ограничена какими-либо рамками, но и не должна становиться способом завышения премий, если конкретный намеченный показатель EVA превышен, потому что все это работает на мотивацию. Премиальная система должна отклоняться только в случае если предел ее доходности возрастает: чем больше EVA, тем больше процент премии. Этот вид премиальной системы действительно наилучшим образом мотивирует менеджеров. Более того, это хороший путь к уменьшению проблемы рентабельности инвестиций (ROI), переоценивающей подлинный уровень дохода в условиях инфляции.

Изменения EVA более важны, чем абсолютные стоимости

Изменения в EVA более тесно связаны с ценами на акции, чем абсолютные стоимости. Это возможно, так как изменения EVA вряд ли могут быть предметом искажения отчетности в той степени, как абсолютные стоимости. Поэтому предлагается связать вознаграждения менеджеров с межгодовыми изменениями EVA вместо абсолютных стоимостей. Премиальная система, основанная на изменениях EVA, делает акцент на постоянном усовершенствовании.

В некоторых случаях изменения EVA это единственный путь к определению размера премий. Поэтому компании, работающей с положительным EVA нет смысла выплачивать премии, основанные на «уже заработанном» EVA. Вместо этого премии могут быть основаны на межгодовых изменениях EVA. В случае если EVA в настоящее время составляет 100 и увеличивается до 120, то основу премии может составить эта возросшая разница 20.

Чтобы не урезать ожидаемый доход акционеров, вознаграждения, основанные на изменениях EVA, должны выплачиваться только в том случае, если показатель EVA положителен. В случае если премии выплачиваются в соответствии с изменениями EVA в ситуации, когда данный показатель отрицателен (но улучшен), премиальная система лишается одной из своих существенно важных характеристик, а именно: премии EVA никогда не находятся в стороне от ожидаемого дохода акционеров.

Необходимость постоянной взаимосвязи с текущей ситуацией СБЕ

Основанные на показателе EVA премии всегда должны быть взаимосвязаны с текущей ситуацией СБЕ. Цикл деловой активности бизнес-единицы должен оказывать влияние на цели и, соответственно, на премиальную систему данной СБЕ. Некоторые единицы могут идти по ранее выработанному пути в бизнесе, гарантирующему устойчивый положительный показатель EVA, но и сопровождающегося опасностью расхода большого количества свободных денежных средств через перенакопление в своей сфере деятельности. В свою очередь, другая бизнес-единица могла бы иметь множество выгодных возможностей вложения средств и хорошие перспективы долгосрочной EVA, несмотря на слабый текущий показатель EVA. Премиальная система должны быть сформулирована таким образом, чтобы она не противоречила стратегическим целям. В

некоторых случаях можно даже порекомендовать отказаться от использования основанной на EVA премиальной системы. Если EVA не согласуется с положением самостоятельной бизнес-единицы на данный момент, ее нужно пересмотреть.

Влияние недостатков EVA на премиальную систему

Учетные искажения, вызванные инфляцией и первоначальной стоимостью

Подобно тому, как реальная норма прибыли довольно часто отличается от учетной нормы прибыли, EVA также может отличаться от реальной экономической добавленной стоимости. Обычно эта проблема не имеет особого значения, и поэтому часто не берется в расчет. Особенно это касается тех случаев, когда оборотные фонды составляют значительную часть общей стоимости имущества или когда диапазон инвестиций компании относительно невелик. Однако в случае если эти отклонения оказывают финансовое влияние на EVA, проблема может быть решена, по крайней мере, двумя способами. Во-первых, в зависимости от структуры фондов, нормы инфляции и диапазона инвестиций можно оценить степень этой проблемы. А затем связать премии с предполагаемой целевой EVA, которая соответствует нулевой EVA в реальном исчислении. Во-вторых, можно, конечно, связать премии не с абсолютными величинами, а с периодическими изменениями EVA. В силу незначительности отклонений этих периодических изменений их можно не принимать в расчет. В-третьих, премиальная система с увеличивающейся низкорентабельной компенсацией также может стать решением данной проблемы. Процентная ставка премии может быть незначительна при низком уровне EVA, однако при увеличении EVA она также возрастает. Такая модель уменьшает влияние инфляции, смещая EVA в сторону возрастания. Более того, модель обладает и другими преимуществами, например: мотивация для достижения лучшего результата.

Проблема неправильного распределения по периодам

Если компания амортизировала практически все свои основные средства, то возможно получение большей положительной экономической добавленной стоимости, несмотря на то, что дела компании могут находиться на среднем уровне, и в течение длительного периода норма прибыли будет неудовлетворительной. Точно также ситуация, когда в бухгалтерском балансе компании есть много недоамортизированных средств, может обернуться отрицательной EVA, несмотря даже на тот факт, что дела компании будут идти довольно успешно в течение длительного периода времени. Однако когда компания развивается стабильно, подобные проблемы встречаются довольно редко. Но при внедрении премиальной системы следует обратить особое внимание на ситуацию, при которой EVA неправильно распределяется по периодам.

Проблема неправильного распределения по периодам может возникнуть в любой промежуток времени. Проблема может иметь постоянный или временный характер. Если это временное явление, то оно будет устранено через несколько лет. В этом случае проблема может быть решена при помощи простого акцентирования на длительном периоде работы, в ходе которого будут выплачиваться премии. В качестве примера постоянного неправильного распределения по периодам можно привести старую бумажную фабрику, на которой были уже амортизированы все начальные и общие инвестиции. Другой пример – телекоммуникационный оператор, который продолжает вкладывать деньги в инфраструктуру и получает небольшую учетную прибыль или даже потерпит убытки в ближайшем будущем. Для обеих компаний простая премия EVA не подходит, она не сможет правильно управлять операциями. Однако первая организация может использовать премиальную систему EVA или ту премиальную систему, которая ей больше всего подходит. В качестве одного из путей решения проблемы может послужить изменение EVA, взятое за основу премиальной системы. В этом случае у менеджеров будет стимул получить как можно больше свободных наличных средств. Данный подход приемлем также и для акционеров. Для второй компании (телеоператор осуществляет постоянные инвестиции), возможно, не подходит ни одна из премиальных систем EVA. В

данном случае не поможет даже установление связи между премиями и изменениями EVA, поскольку EVA может быть увеличена за счет простого сокращения долгосрочных инвестиций.

Можно также предотвратить возникновение проблемы неправильного распределения по периодам в премиальных системах за счет прямого переноса части или всех капитальных затрат на основные инвестиционные проекты. Этот способ особенно подходит для тех случаев, когда проблема возникает из-за одного-двух новых основных направлений инвестирования.

Несмотря на некоторые недочеты EVA, премиальная система на ее основе имеет ряд преимуществ. Даже в тех ситуациях, когда EVA или премиальная система не имеют ничего общего с этими недостатками, изменение различных подходов к решению проблем, учетной политики предприятия могут стать весьма полезными. В случае если менеджеры СБЕ знают, как нужно действовать, для того чтобы увеличить акционерную стоимость, и если хорошая премиальная система побуждает их к такой модели поведения, тогда можно и не учитывать некоторые незначительные ошибки в оценке данных EVA. Однако для методики EVA очень важно следующее: внедрить подход, который нацеливал бы на увеличение акционерной стоимости. Практические исследования и многочисленные примеры обосновывают тот факт, что внедрение EVA или любого другого вида регулирования вознаграждений, в основе которого лежит остаточный доход, выгодно для акционеров.

Возможные бонус-планы, основанные на EVA

Данный раздел касается результатов влияния недостатков EVA на премиальную систему. Приведем несколько возможных образцов премиальных систем для их использования в компаниях различного типа.

Пример 1

Обычная промышленная компания имеет на своем балансе как новые, так и старые активы, и развивается стабильно. В настоящее время компания функционирует на уровне небольшого отрицательного EVA (в среднем). Бонус-план, основанный на EVA, должен быть построен таким образом, чтобы способствовать достижению положительного показателя EVA и непрерывному улучшению производительности труда. План должен также препятствовать инвестициям с отрицательным NPV.

Возможная премиальная система

Размер премии, заработанной за каждый год:

Абсолютная EVA * Z% + периодическое изменение EVA * 5 * Z%

Размер премии будет добавляться в премиальный банк каждый год. Выплачиваемая премия составляет $\frac{1}{4}$ от текущего баланса в банке. Изменение EVA увеличит премию только в том случае, если показатель EVA положителен. Улучшение отрицательной EVA не повлечет за собой выплату премий, за исключением случая, если EVA станет больше нуля.

Пример 2

Уже существующая бизнес единица все время обеспечивает положительный показатель EVA. Однако хороший уровень рентабельности частично обеспечивается тем, что основные средства компании по большей части обесценены. Таким образом, капитальные затраты очень незначительны и учетная ставка доходности завывает фактическую.

Пример 3

Недавно приобретенная бизнес единица функционирует в новой сфере бизнеса. По какой-то причине ее рентабельность в настоящее время весьма высока, хотя единица обладает преимущественно новыми активами.

Возможные премиальные системы (для примеров 2 и 3)

1) Размер премии, заработанной за каждый год:

Изменение EVA * Y%

или 2) размер премии, заработанной за каждый год:

(EVA – целевая EVA) * Z% + изменение EVA * 5 * Z%

Размер премии будет добавляться в премиальный банк каждый год. Выплачиваемая премия составляет ¼ от текущего баланса в банке. В качестве "целевой EVA" может выступать, например, показатель EVA в настоящий момент или тот же показатель EVA в настоящий момент плюс какой-либо другой уровень EVA, определяемый менеджерами.

Пример 4

Новая бизнес единица функционирует в новой сфере бизнеса. Чтобы преуспеть в будущем, она должна осуществлять крупные вложения в собственное развитие. Более того, вложенные средства должны, предположительно, привести к положительному денежному потоку только в ближайшие годы. Поэтому единица функционирует на уровне весьма низкого показателя чистой прибыли и большой отрицательной EVA.

Возможные премиальные системы

Основанная на EVA система премиальных выплат не подходит для данной единицы вследствие своей стадии роста и долгосрочного инвестиционного горизонта.

Внедрение системы управления на основе EVA внутри организации

Внедрение EVA это не просто еще одно направление (пункт) в ежемесячном отчете о прибылях и убытках. EVA оказывает влияние на то, под каким углом рассматривается капитал. Именно поэтому она предполагает определенное изменение подхода к управлению. Это, конечно, зависит от того, как на акционерную стоимость влияют управленческие решения и какой была компания в прошлом. Поскольку внедрение EVA сопряжено с рядом изменений в организации, этот процесс должен осуществляться весьма осторожно, что в результате позволит достичь понимания и согласия.

Понимание и приспособление концепции к нуждам компании

Очень важно, чтобы менеджеры, прежде всего, понимали основные черты концепции, как эти характеристики влияют на систему управления и вдобавок ко всему, насколько данная методика применима в отдельных бизнес - единицах. Прежде чем внедрять EVA в какую-либо бизнес-единицу, руководство должно оценить, работает ли она с прибылью в уже разработанной сфере бизнеса или же, напротив - в новой быстро развивающейся. Данная оценка должна непременно включать точный расчет относительного возраста и структуры фондов. Эта информация позволит выяснить, уменьшает или увеличивает текущая учетная норма прибыли реальную норму прибыли. Только в этом случае можно приспособить данную концепцию к конкретной ситуации каждой отдельной бизнес-единицы. Кроме того, менеджеры должны знать, как при помощи EVA достичь основных целей СБЕ и как создать стоимость в данной СБЕ. По мнению Джона Шили, исполнительного директора Бригз-Энд-Стратон Корпорейшн, «Если вы всего лишь примете EVA как критерий оценки эффективности деятельности и при этом не будете задумываться о том, как создать стоимость, у вас равным счетом ничего не получится.»

Важность понимания сути концепции EVA на уровне СБЕ

На уровне СБЕ достижение понимания сути концепции также имеет особое значение. Прежде всего, необходимо получить поддержку всех менеджеров, не только директора-распорядителя или заведующего финансовым отделом, но и согласие директоров производственного отдела, отдела маркетинга и сбыта и т.д. В этом вам поможет настойчивость и тренировка. Что касается административного уровня, то здесь процесс принятия концепции может быть облегчен за счет внедрения хорошей системы поощрительных вознаграждений, основанной на EVA.

Важно также получить одобрение со стороны менеджеров среднего звена и других служащих, идущих вслед за высшим исполнительным руководством СБЕ. Этим группам также целесообразно предоставить подготовку и конкретную систему поощрительного вознаграждения, в основе которой лежит EVA.

Другие важные моменты, связанные с процессом внедрения EVA

Для удачного внедрения EVA необходимо придерживаться простоты (Gressle 1996). По существу EVA – простая концепция, и именно в этом свете она должна быть представлена в СБЕ. Иногда можно даже упростить сложные текущие отчеты о состоянии прибыли за счет исключения некоторых незначительных показателей. EVA есть ни что иное, как обобщение некоторых важных финансовых аспектов и вопросов создания стоимости. Таким образом, благодаря EVA некоторые сотрудники (сбыт, производство) обретут глубокое понимание финансовых вопросов, хотя до этого были незнакомы с данными аспектами.

Одним из самых значительных преимуществ EVA является стабильность, которую она приносит в премиальные системы. Опыт показал, что EVA помогает увеличить акционерную стоимость. Именно благодаря природе EVA, выступающей как избыточная прибыль акционерам, возможно быстрое осуществление этой цели. При максимизации EVA максимально увеличивается акционерная стоимость. Смысл премий EVA заключается в том, что если менеджеры будут получать премии, прибыль акционеров с капитала будет выше ожидаемой. Такая премиальная система выгодна одновременно и менеджерам, и акционерам, поскольку внедрение премиальной системы EVA обеспечивает повышение результативности деятельности. При тщательно разработанном бонус-плане, чем больше размер выплачиваемых премий, тем выгоднее это акционерам. Для обеспечения успешной работы премиальных систем EVA требуется длительный период времени, в основе которого лежат изменения EVA, и значительные премии для существенного увеличения акционерной стоимости.

Прежде чем внедрять концепцию, нужно понять ее сущность и приспособить к конкретной ситуации каждой компании или бизнес-единицы. EVA – наилучший всеобъемлющий критерий и организационный подход, тесно связанный с зарплатой менеджеров и служащих. Невозможно использование концепции в отрыве от ее глубокого понимания и осмысления.

10. Модификация корпоративной культуры компании при внедрении стоимостной философии

1. Стоимостное мышление в управлении компанией
Т.Н. Лобанова, к.п.н., сертифицированный консультант по управлению, директор по персоналу Морбанка
Л. Печковская, PriceWaterhouseCoopers
2. Баланс краткосрочных и долгосрочных приоритетов в управлении и планировании
Л. Печковская, PriceWaterhouseCoopers
3. Управленческие навыки руководителя при стоимостном подходе к управлению компанией
Т.Н. Лобанова, к.п.н., сертифицированный консультант по управлению, директор по персоналу Морбанка
4. Какие компетенции лидера необходимы владельцу бизнеса и генеральному директору?
Т.Н. Лобанова, к.п.н., сертифицированный консультант по управлению, директор по персоналу Морбанка
5. Как добиться перехода от сопротивления к изменениям в поведении и внедрить устойчивые изменения
Л. Печковская, PriceWaterhouseCoopers
6. Сравнительная характеристика традиционных и стоимостных моделей для мотивации персонала.
Н. И. Ведерникова, к.э.н., доцент кафедры общей экономической теории Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов,
С.Г. Ковалев, д.э.н., профессор кафедры экономической теории и мировой экономики, проректор Санкт-Петербургского Государственного Университета экономики и финансов
7. Мотивация менеджмента на результат и стоимость компании
Т.Н. Лобанова, к.п.н., сертифицированный консультант по управлению, директор по персоналу Морбанка
8. Компоненты эффективных систем мотивации
Т.Н. Лобанова, к.п.н., сертифицированный консультант по управлению, директор по персоналу Морбанка
9. Внедрение концепции EVA в систему вознаграждения персонала
А.А. Гусев, к.э.н., доцент кафедры оценки и управления собственностью Финансовой Академии при правительстве РФ

Модель корпоративной отчетности Value Reporting

внешняя корпоративная отчетность

модель корпоративной отчетности Value Reporting

информационные пробелы

ключевые показатели риска

модель отчета о движении денежных потоков Value Analysis Statement

Корпоративная отчетность является основным информационным каналом коммуникаций бизнеса с «внешним миром» с целью информирования о своих результатах и планах (рис. 1). Соответственно эффективность его «работы» будет определять степень открытости компании. Раскрывая необходимую заинтересованным сторонам информацию, компания повышает доверие к себе, становится более привлекательной для инвестиций, что способствует росту ее рыночной стоимости. С другой стороны, информация, предоставляемая инвесторам, может использоваться конкурентами при разработке своих стратегий, и, в конечном счете, привести к снижению конкурентных преимуществ компании, а значит, и снижению её стоимости (таб. 1).

Внешняя корпоративная отчетность – это совокупность различных отчетов, центральное место среди которых занимает финансовая отчетность, включающая четко определенные элементы и составленная в соответствии с общепризнанными стандартами. Однако потребности «внешнего мира» относительно предоставляемой в корпоративной отчетности информации, значительно изменились в последние годы. Как показывает практика, традиционная корпоративная отчетность уже не способна полностью удовлетворить постоянно растущие требования финансовых аналитиков и инвесторов к информации и не позволяет компаниям представить полную картину перспектив их деятельности. Кроме того, традиционная модель отчетности, плохо «оценивает» нематериальные активы – бренды, НИОКР, а также не представляет информацию о нефинансовых показателях, существенно влияющих на стоимость компании, таких как рыночная доля, удовлетворение покупателей, человеческий капитал и т.п. Отсутствие необходимой информации заставляет менеджеров, инвесторов и финансовых аналитиков принимать решения на основе догадок и довольно шатких допущений, что, как минимум, уменьшает успешность бизнеса (таб.2).

Сложившаяся ситуация может быть разрешена только путем расширения предоставляемого рынком объема информации и требует разработки качественно иных моделей отчетности. Специалисты PricewaterhouseCoopers разработали новый подход к формированию корпоративной отчетности, получившей название ValueReporting. **Модель корпоративной отчетности Value Reporting** закладывает основные принципы отчетности, ориентированной на максимальное удовлетворение информационных потребностей инвесторов. Ключевые аспекты модели прозрачной отчетности заключаются: во-первых, в концентрации на денежных потоках, увеличивающих стоимость компании, во-вторых, в отражении ключевых показателей риска, в-третьих, в представлении нефинансовых показателей, которые могли бы удовлетворить потребность рынка в информации об истинной стоимости бизнеса, в-четвертых, в отдельном анализе бизнес-сегментов. Такая модель отчетности обеспечивает единство содержания посланий, доносимых до рынка всеми каналами коммуникаций - от пресс-релизов до годового отчета. Важная черта ValueReporting - постоянное внимание к вопросам акционерной стоимости.

Толчком к созданию новой модели корпоративной отчетности Value Reporting¹ послужило широкомасштабное исследование соответствия существующей модели отчетности требованиям рынка, проведенное фирмой PricewaterhouseCoopers в 1999-2003 гг. В

¹ Здесь используются материалы сайта: www.valuereporting.com.

рамках исследования были опрошены институциональные инвесторы, фондовые аналитики, а также финансовые директора крупных компаний США и Европы, Азии и Южной Америки. Основным результатом исследования практик раскрытия информации корпораций в различных отраслях и рынках явилось выявление *существенных диспропорций в восприятии менеджерами и инвесторами финансовой отчетности*. В частности, выяснилось, что большинство финансовых директоров (76%) считают, что рынок в какой-либо степени недооценивает акции их компаний. При этом большинство инвесторов (90%), аналитиков (25%), а главное финансовых директоров (80%!) не удовлетворены качеством отчетности корпораций. Результаты исследования также показали, что мнения инвесторов и менеджеров относительно стратегий корпораций существенно расходятся – так, большинство инвесторов и аналитиков (90%) считают, что компании ориентируются на краткосрочную прибыль, в то время как 85% финансовых директоров считают, что их корпорации ориентированы на долгосрочные факторы стоимости. И, наконец, большинство инвесторов (90%) и аналитиков (50%) считают, что компании излишне свободны в определении уровня прибыли для конкретного периода, и только треть финансовых директоров согласны с ними.

Тем не менее, все пользователи информации признают, что попали в ловушку краткосрочной прибыли. «Рынок капитала слишком нацелен на краткосрочные показатели и испытывает недостаток информации, необходимой для верной оценки стоимости и перспектив бизнеса».

Из приведенных фактов можно сделать несколько выводов. Во-первых, рынок нуждается в дополнительной информации сверх той, которая представлена в отчетности. Во-вторых, мнение инвесторов об ориентации корпораций на краткосрочные прибыли говорит о том, что существенные факторы стоимости компаний не раскрываются. В-третьих, разница мнений между инвесторами и менеджерами относительно надежности цифр в отчетности показывает недоверие инвесторов к информации, представленной в отчетности.

Результат асимметрии информации между менеджерами, инвесторами и аналитиками вызывает сразу несколько проблем:

- Недоверие аналитиков и недостаточность располагаемой ими информации вызывает отказ от долгосрочного прогнозирования цен. Таким образом, курс акций отражает не внутреннюю стоимость компании, а текущую конъюнктуру на рынке краткосрочных вложений;
- Даже если аналитики строят бизнес-модель компании и оценивают ее будущие денежные потоки, то можно предположить, что они используют большое количество приблизительных среднеотраслевых показателей вместо индивидуальных, присущих данной компании характеристик. Если бы отчеты менеджмента содержали максимальное количество информации для оценки стоимости, включая нефинансовые показатели, то вероятность ошибки аналитиков снижалась;
- Если показатели компании не оправдывают ожиданий аналитиков и инвесторов, построенных на доступной им информации, это негативно отражается на репутации компании; и
- Снижая неопределенность путем предоставления большей информации аналитикам и инвесторам, компания в большинстве случаев добивается, по крайней мере, пересмотра ставки дисконтирования в моделях оценки компании в меньшую сторону. Это утверждение в полной мере относится к нефинансовой информации о компании, поднимающей авторитет фирмы, снижающей опасения инвесторов и положительно влияющей на стоимость.

Основной причиной недооценки акций является недостаток необходимой рынку информации и возникновение *информационных пробелов* (или коммуникационных ГЭПы, communication gaps). Понимание информационных пробелов позволяет выявить показатели деятельности корпорации, по которым информация не раскрывается или раскрывается неполностью, но которые являются ключевыми для формирования

стоимости корпорации (Value Drivers). В обмене информацией между компаниями, аналитиками и инвесторами можно выделить 5 информационных разрывов: *ГЭП информации, ГЭП отчетности, ГЭП качества, ГЭП понимания, ГЭП восприятия* (рис.2).

ГЭП информации (Information Gap) - это расхождение между важностью какого-либо финансового показателя для *инвесторов и аналитиков* и фактическим наличием этого показателя в отчетности. Иначе говоря, ГЭП информации отражает различие между потребностью в информации у инвесторов и тем, как эта потребность удовлетворяется.

ГЭП отчетности (Reporting Gap) – это расхождение между важностью какого-либо финансового показателя для *менеджмента* и фактическим наличием этого показателя в отчетности. Если возникновение ГЭПа информации понятно, то причина возникновения ГЭПа отчетности не совсем очевидна. Почему, если менеджмент осознает важность какого-либо показателя для компании, то не сообщает его инвесторам? Причин может быть несколько: или менеджер не знает истинных потребностей рынка в этом показателе, или же существуют значительные издержки раскрытия этого показателя (риски судебных исков или конкурентные иски).

ГЭП качества (Quality Gap) - это расхождение между важностью какого-либо финансового показателя для *менеджера* и надежностью информации по этому показателю, которой он обладает. Иначе говоря, менеджер может осознавать необходимость сообщения данного показателя инвесторам, но не иметь информации по этому показателю. Основной причиной возникновения ГЭПа качества является плохое качество внутренней информационной системы, которая не в состоянии «производить» информацию, достаточно надежную, для того, что раскрывать ее публично. Плохое качество информационной системы может быть следствием сложностью получения информации по конкретному показателю или просто плохой работы аналитического отдела.

ГЭП понимания (Understanding Gap) - это расхождение между важностью какого-либо финансового показателя для *менеджера* и важностью какого-либо финансового показателя для *инвесторов и аналитиков*. Причиной возникновения ГЭПа понимания являются неверные представления менеджмента о тех показателях, которые важны инвесторам и аналитикам.

ГЭП восприятия (Perception Gap) - это расхождение между тем, как *менеджеры* стараются сообщить показатель и тем, насколько адекватно *инвесторы* воспринимают информацию по показателю. ГЭП восприятия показывает, насколько реалистично менеджер воспринимает эффективность коммуникаций с инвесторами (аналитиками). Положительный ГЭП восприятия означает, что менеджеры думают, что они в действительности лучше обеспечивают информацией инвесторов, чем предполагает рынок. Иначе говоря, наличие положительного ГЭПа восприятия означает, что рынок в целом недооценивает работу менеджеров по сообщению информации.

Основной причиной существования информационных пробелов в коммуникациях между корпорациями и инвесторами являются различия во мнениях между менеджерами и инвесторами относительно того, какие факторы являются наиболее значимыми для оценки акционерного капитала компании, совпадают. Любой из ГЭПов можно рассчитать как разницу между долей менеджеров (%), которые считают, что их корпорация активно сообщает данный показатель в отчетности и долей инвесторов (%), которые считают, что получают от корпорации адекватную информацию по данному показателю. Следствием совокупности этих разрывов является Value Gap, то есть разница между стоимостью компании, по мнению руководства, и стоимостью компании, по мнению участников рынка. Целью разработки модели корпоративной отчетности Value Reporting является устранение значительных информационных пробелов в отчетности корпораций путем повышения внимания менеджеров к представлению более широкого объема информации

о движении денежных средств и нефинансовых показателях деятельности, которые являются движущими факторами роста акционерной стоимости (рис. 3).

Структура Value Reporting включает в себя четыре блока информации (таб.4). Первый блок, называемый «**Обзор рынка**» (**Market overview**), представляет собой описание конкурентной среды, в которой работает компания: ее конкуренты, условия ведения бизнеса, видение будущих тенденций в развитии рынка. В данном разделе может быть представлена информация о позиционировании компании на рынке, внешних рыночных силах, включая риски, а также о будущем направлении развития отрасли. Используя эту информацию, инвесторы смогут увидеть, насколько реалистичной является оценка компанией собственного положения по отношению к конкурентам.

Второй блок, называемый «**Стратегия создания стоимости**» (**Strategy & Structure**), дает рынку информацию о месте компании на рынке, ее целях и задачах. Здесь раскрывается информация о краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных целях компании, особенностях корпоративной культуры и корпоративного управления, достоинствах и недостатках организационной структуры предприятия. Также в данном блоке сообщается об основных рисках, которые могут препятствовать достижению стратегической цели.

Третий блок — «**Управление созданием стоимости**» (**Managing for Value**) — содержит информацию о том, что представляет собой компания в настоящее время. На этом этапе особенно важна информация о затратах, имеющемся капитале, о размере ожидаемой прибыли. Данные, отражающие финансовые результаты, по-прежнему занимают существенное место в системе отражения стоимости, и компании должны стремиться раскрывать действия и меры, имеющие ключевое значение для реализации такой стратегии. Указанные действия и меры должны соотноситься с информацией, необходимой как инвесторам, так и аналитикам. Отчетность должна строиться вокруг отражения достижения компанией поставленных целей и по возможности включать сравнительный анализ с конкурентами.

Последний, четвертый, блок называется «**Платформой стоимости**» и содержит информацию об основе для будущего состояния компании. Во-первых, это исследовательские разработки, определяющие будущее компании, инновации и методика управления ими, репутация бренда. Во-вторых, клиентская база, информация о том, насколько удовлетворяются требования клиентов. Также освещаются организация цепочки поставок (технологического процесса) и вопросы социальной ответственности, экологии и этики.

Модель Value Reporting определяет лишь ключевые аспекты, по которым должна раскрываться как финансовая, так и нефинансовая информация. Более конкретной реализацией методологии Value Reporting является *модель отчета о движении денежных потоков Value Analysis Statement*. В отличие от Value Reporting, она определяет только основные финансовые факторы стоимости и может служить в качестве дополнения к существующей отчетности.

Цель. Value Analysis Statement должен преодолеть основной недостаток существующей отчетности, которая отражает только *балансовую стоимость* и не показывает факторы, влияющие на текущую рыночную капитализацию. Value Analysis Statement, напротив, должен показать *справедливую стоимость* (текущую рыночную капитализацию), основанную на более глубоком анализе исторических и текущих денежных потоков.

Преимущества. Value Analysis Statement позволит менеджерам:

- Более подробно раскрыть информацию об издержках (их группировке и природе возникновения) и денежных потоках, что невозможно в рамках традиционной отчетности.
- Структурировать свои взгляды на стратегию, риски, возможности и перспективы компании в создании более высокой стоимости. Нередко раздел, посвященный прогнозам и комментариям менеджмента (Management Discussion and Analysis),

нередко представляет собой набор хаотичных результатов и задач, не связанных с основной стратегией, и говорит о нежелании компании быть «прозрачной».

- Представить инвесторам дополнительный отчет, полностью совместимый с существующими стандартами отчетности.

Структура. Value Analysis Statement является форматом представления финансовой информации в модели Value Reporting, и раскрывает только один компонент этой модели, а именно факторы будущей стоимости компании. Value Analysis Statement *включает три блока информации*: движение денежных потоков, показатели риска, нефинансовые показатели. Value Analysis Statement предполагает совершенно иную группировку денежных потоков, чем традиционный отчет, в котором денежные потоки классифицируются в зависимости от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности. В Value Analysis Statement, денежные потоки классифицируются на три категории в зависимости от того, как они определяют стоимость компании во времени:

- Первая категория включает денежные потоки, относящиеся к поддержанию стоимости компании на данном уровне (текущие операции).
- Вторая категория включает денежные потоки, относящиеся к увеличению стоимости компании. Здесь раскрываются денежные потоки по основным факторам «Платформы стоимости» - расходы на НИОКР, бренд и маркетинг новых продуктов, расходы на образование и обучение персонала и т.д.
- Третья категория включает денежные потоки, возникающие как результат управления бизнесом (расходы на выходные пособия, расходы, связанные с закрытием цеха, финансовые результаты от продажи ненужных основных средств).

Отчет предполагает раскрытие не только величины денежных потоков за несколько прошлых лет, но и основные тенденции в перспективе (повышение, сохранение на постоянном уровне или снижение). Наряду с денежными потоками в отчете Value Analysis Statement должна обязательно содержаться информация о **ключевых показателях риска** для каждой из категории денежных потоков и о динамике **нефинансовых показателей**. Это позволит инвесторам адекватно оценить все риски и ставку дисконтирования для денежных потоков. И, наконец, если корпорация работает в нескольких бизнес-сегментах, отчет Value Analysis Statement должен содержать **отдельный анализ каждого бизнес-сегмента**, особенно если факторы стоимости различаются.

Модель корпоративной отчетности Value Reporting является хорошим инструментом корпораций для повышения прозрачности во многом благодаря тому, что рынок считает формат годового отчета не просто фиксацией показателей работы, а - способом передачи информации о динамике развития компании. Рынку же интересно знать не только то, как компания генерирует денежные средства, но в большей мере то, как она планирует инвестировать их в получение будущей прибыли. Для инвесторов важно понимание перспектив компании и факторов, которые окажут влияние на стоимость бизнеса в будущем. Иначе говоря, в рамках методологии Value Reporting разработана большая группа нефинансовых отраслевых показателей, которые удовлетворили бы существующую потребность рынка в информации об истинной стоимости бизнеса.

Однако, несмотря на все преимущества применения Value Reporting, внедрение новых форм отчетности требует значительных издержек, а поэтому переход на Value Reporting полностью можно ожидать только в будущем. Однако, методология Value Reporting, являясь полностью интегрируемой в существующую отчетность, может использоваться и сейчас для раскрытия дополнительной, но важной для инвесторов информации

Таб. 1 Сравнительный анализ экономических факторов, влияющих на информационную прозрачность компании			
Факторы		Цель раскрытия информации	Влияние на прозрачность компании
Регулирование	Установление стандартов бухгалтерской отчетности	Увеличение объема, качества, частоты поступления информации	увеличение
	Проверка достоверности информации		
Аудит	Проверка достоверности информации	Увеличение достоверности информации	неизвестно
Финансовое посредничество	Финансовые аналитики	Увеличение объема и частоты поступления информации	увеличение
	Журналисты в области финансов		
	Рейтинговые агентства		
Решения менеджмента	Сделки на рынке капитала	Более дешевая стоимость заемного капитала	увеличение
	Корпоративный контроль	Снижение вероятности недооценки компании	увеличение
	Вознаграждение для менеджмента	Повышение ликвидности и курса акций	увеличение
	Судебные издержки	Минимизация судебных исков	снижение
	Сигналы хороших способностей менеджмента	Максимизация стоимости компании	увеличение
	Издержки снижения конкурентоспособности продуктов	Минимизация риска снижения конкурентоспособности продуктов	снижение



Источник: PricewaterhouseCoopers, [www. valuereporting.com](http://www.valuereporting.com)

Таб. 2. Глобальные факторы, определяющие необходимость изменений в корпоративной отчетности

Изменения на рынках капитала:

- Возрастающей глобализацией рынков капитала и растущим интересом к концепции «максимизации акционерной стоимости»;
- Консолидацией инвестиционных фондов и, как следствие, увеличение объемов индивидуальных инвестиций;
- Инвестиционными стратегиями инвесторов, ориентированных на долгосрочную стоимость акций;
- Возрастающим спросом институциональных инвесторов на аналитические услуги;
- Большим использованием технологий в моделировании стоимости;
- Совершенствованием доступа к информации (содержание и скорость).

Внутренние изменения в компаниях:

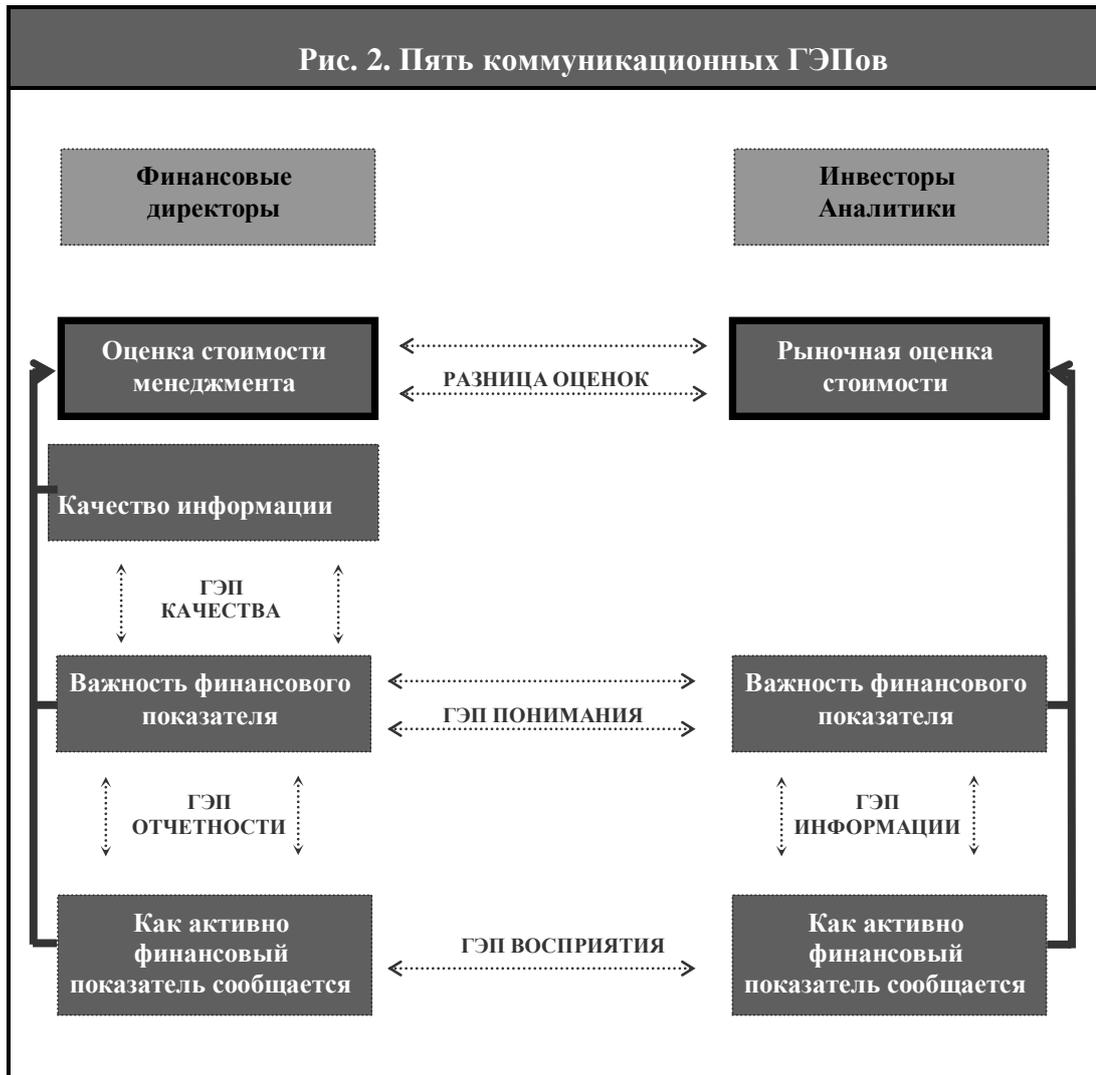
- Ориентацией на максимизацию стоимости;
- Концентрацией на денежных потоках;
- Возрастающим применением сбалансированной системы показателей в непосредственной связи с созданием акционерной стоимости.

Недостатки современной модели отчетности:

- Концентрацией только на исторической информации, отсутствием информации о перспективах корпораций
- Несоответствием требованиям рынка по количеству информации
- Отставанием от процессов глобализации, которые должны проявляться и в раскрытии информации

Источник: www.valuereporting.com.

Рис. 2. Пять коммуникационных ГЭШов



Источник: www.valuereporting.com.

Таб. 3. Основные ГЭПы в отчетности корпораций телекоммуникационного сектора*

Показатель	ГЭП информации	ГЭП отчетности	ГЭП качества	ГЭП понимания	ГЭП восприятия
	Инвесторы	Менеджеры		Инвесторы и менеджеры	
Капитальные затраты	◆				
Стратегия ценообразования	◆	●			
Операционные издержки по категориям	◆	●			
Маркетинговая стратегия	◆		▲		
Конкурентные преимущества	◆	●	▲		
Стратегические альянсы	◆		▲	■	
Применение новых технологий	◆		▲	■	
Качество менеджмента	◆	●	▲	■	
Денежные потоки по бизнес-сегментам	◆	●	▲	■	
Доход по типу продукта	◆		▲	■	
НИОКР	◆			■	◆

* Считается, что ГЭП по показателю значим, если его величина больше или равна 25%.

Источник: www.valuereporting.com.

Рис. 3. Пути повышения качества корпоративной отчетности должны включать следующие аспекты:

- Следует предоставлять рынку необходимую ему информацию;
- Информация о стратегии компании должна быть интегрирована с финансовой информацией;
- Финансовая информация должна характеризовать будущие результаты деятельности компании;
- Необходимо сохранять доверие рынка путем предоставления достоверной информации вне зависимости от того, каковы финансовые результаты. Информация должна оперативно доводиться до заинтересованных лиц;
- Следует вывести квартальную отчетность из разряда особо значимых событий, внедрив в практику ежемесячную, еженедельную или даже ежедневную отчетность в зависимости от отрасли, в которой работает компания; и
- Необходимо абстрагироваться от исключительно финансовых классических показателей деятельности компании, будь то прибыль, коэффициенты или денежный поток. Для долгосрочных инвесторов необходима информация о нефинансовых показателях деятельности, нематериальных активах.

Табл. 4. Модель корпоративной отчетности Value Reporting

Внешние факторы	Внутренние факторы		Текущая стоимость	Будущая стоимость
Обзор рынка	Стратегия создания стоимости	создания	Управление созданием стоимости	Платформа стоимости
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Конкурентная среда ▪ Регулирование ▪ Макроэкономическая среда 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Цели ▪ Задачи ▪ Управление ▪ Организация 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Финансовые показатели ▪ Риск-менеджмент ▪ Информация по бизнес-сегментам 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Инновации ▪ Бренды ▪ Клиентская база ▪ Поставщики ▪ Работники ▪ Экологическая и социальная стоимость

Источник: www.valuereporting.com.

Эмитенты ценных бумаг: раскрытие информации и корпоративное поведение

Федеральная служба по финансовым рынкам

Требования по раскрытию информации

Кодекс корпоративного поведения

Контроль эмитентов через процедуру листинга

Рейтинг информационной прозрачности

Как в российской, так и в зарубежной практике обращение ценных бумаг на бирже накладывает ряд обязательств на эмитента. Прежде всего, эти обязательства касаются раскрытия информации (прозрачности) и уровня корпоративного управления (рис.1, таб. 1).

Требования по раскрытию информации, предъявляемые к компаниям-эмитентам ценных бумаг, регулируются актами **Федеральной службы по финансовым рынкам** (ФСФР России). ФСФР является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности).

Положение ФСФР «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» регулирует состав, порядок и сроки

- обязательного раскрытия информации акционерным обществом,
- раскрытия информации на этапах процедуры эмиссии ценных бумаг,
- раскрытия информации в форме проспекта ценных бумаг,
- ежеквартального отчета эмитента ценных бумаг
- сообщений о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента ценных бумаг,
- устанавливает требования к порядку раскрытия эмитентами иной информации об исполнении обязательств эмитента и осуществлении прав по размещаемым (размещенным) ценным бумагам.

Действие положения распространяется на всех эмитентов, в том числе иностранных эмитентов, включая международные финансовые организации, размещение и/или обращение ценных бумаг которых осуществляется в Российской Федерации. Действие положения не распространяется лишь на Банк России, а также на эмитентов государственных и муниципальных ценных бумаг.

Открытое акционерное общество, а также закрытое акционерное общество, осуществившее (осуществляющее) публичное размещение облигаций или иных ценных бумаг, **обязаны раскрывать:**

- годовой отчет акционерного общества;
- годовую бухгалтерскую отчетность акционерного общества;
- устав и иные внутренние документы акционерного общества, регулирующие деятельность его органов;
- сведения об аффилированных лицах акционерного общества.

Эмитенты ценных бумаг обязаны осуществлять раскрытие информации **на каждом этапе процедуры эмиссии ценных бумаг**:

- на этапе принятия решения о размещении ценных бумаг;
- на этапе утверждения решения о выпуске ценных бумаг;
- на этапе государственной регистрации выпуска ценных бумаг;
- на этапе размещения ценных бумаг;
- на этапе государственной регистрации отчета об итогах выпуска или представления в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска ценных бумаг.

Обязанность осуществлять раскрытие информации в форме **ежеквартального отчета** распространяется:

- на эмитентов, в отношении ценных бумаг которых осуществлена регистрация хотя бы одного проспекта ценных бумаг;
- на эмитентов, государственная регистрация хотя бы одного выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг которых сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг в случае размещения таких ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышало 500;
- на эмитентов, являющихся акционерными обществами, созданными при приватизации государственных и/или муниципальных предприятий (их подразделений), если план приватизации предусматривал возможность продажи акций более чем 500 приобретателям либо неограниченному кругу лиц.

В случае регистрации проспекта ценных бумаг эмитент обязан осуществлять раскрытие информации в форме **сообщений о существенных фактах**. Сообщениями о существенных фактах признаются:

- сведения о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- сведения о фактах, повлекших за собой разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10 процентов;
- сведения о фактах, повлекших за собой разовое увеличение (уменьшение) чистой прибыли или чистых убытков эмитента более чем на 10 процентов;
- сведения о фактах разовых сделок эмитента, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет 10 и более процентов активов эмитента по состоянию на дату сделки;
- сведения об этапах процедуры эмиссии ценных бумаг;
- сведения о приостановлении и возобновлении эмиссии ценных бумаг;
- сведения о признании выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг несостоявшимся или недействительным;
- сведения о включении в реестр акционеров эмитента акционера, владеющего не менее чем 5 процентами обыкновенных акций эмитента, а также любом изменении, в результате которого доля принадлежащих этому акционеру таких акций стала более или менее 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 или 75 процентов размещенных обыкновенных акций;
- сведения о дате закрытия реестра акционеров эмитента;

- сведения о сроках исполнения обязательств эмитента перед владельцами ценных бумаг эмитента;
- сведения о решениях общих собраний;
- сведения о начисленных и/или выплаченных доходах по ценным бумагам эмитента;
- сведения о поступившем эмитенту добровольном или обязательном предложении (в том числе конкурирующем предложении);
- сведения о поступившем эмитенту уведомлении о праве требовать выкупа ценных бумаг или требования о выкупе ценных бумаг, направленных лицом, которое приобрело более чем 95 процентов общего количества обыкновенных акций и привилегированных акций.

Эмитенты, ценные бумаги которых включены фондовой биржей в котировальный список, обязаны публиковать в ленте новостей пресс-релизы о решениях, принятых органами управления эмитента и подлежащих раскрытию путем опубликования сообщения, в том числе сообщения о существенном факте, в ленте новостей.

Лента новостей — информационный ресурс, обновляемый в режиме реального времени и предоставляемый информационным агентством, уполномоченным ФСФР на осуществление распространения информации, раскрываемой на рынке ценных бумаг.

Большое внимание ФСФР уделяет уровню корпоративного управления акционерных обществ. Недостаточный уровень корпоративной культуры и управления в России раньше провоцировал возникновение различных конфликтных ситуаций во взаимоотношениях менеджеров и акционеров. Одним из основных видов нарушений в сфере акционерного права было «размывание» уставного капитала с целью уменьшения доли внешних инвесторов. Для решения этих проблем в апреле 2002 года Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (предшественница ФСФР) был разработан **Кодекс корпоративного поведения**. Этот документ основан на передовом зарубежном опыте и задает национальный стандарт корпоративного управления. Кодекс – не нормативный акт, однако регулятор фондового рынка и биржи предпринимают меры по внедрению его положений в практику.

Кодекс содержит рекомендации по следующим основным компонентам процесса корпоративного управления:

- общие принципы корпоративного поведения;
- общее собрание акционеров;
- совет директоров общества;
- исполнительные органы общества;
- корпоративный секретарь общества;
- существенные корпоративные действия;
- раскрытие информации об обществе;
- контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- дивиденды;
- урегулирование корпоративных конфликтов.

Фондовая биржа ММВБ осуществляет контроль за прозрачностью и уровнем корпоративного управления эмитентов через **процедуры листинга**. Биржа включает в

котировальные листы акции только тех компаний, которые соблюдают (или подтверждают намерение соблюдать в будущем) положения российского Кодекса корпоративного поведения. При этом, в зависимости от котировального списка, предъявляются разные требования по отдельным аспектам корпоративного поведения и прозрачности (таб. 1).

На Фондовой бирже ММВБ создан также сектор «Инновационных и растущих компаний» (ИРК), к компаниям которого предъявляются особые требования: от эмитентов требуется наличие инвестиционного меморандума и корпоративного календаря.

Помимо регуляторов и бирж, свой вклад в повышение информационной прозрачности российских компаний вносят рейтинговые агентства. С 2003 года компания Standard & Poor's при поддержке ММВБ проводит исследования, результатом которых становится ежегодно публикуемый рейтинг информационной прозрачности российских компаний. В 2006 г. индекс транспарентности, представляющий собой средний балл по исследуемым компаниям, составил примерно 53% по сравнению со средним результатом в 50% в 2005 г. С учетом поправок на изменения методологии повышение составило всего 0,9 процентных пункта по 50 компаниям, включенным в исследование как 2005-го, так и 2006 года. Причем у 32 компаний балл улучшился — в среднем на 10 п.п. (6 п.п. с учетом методологических изменений), тогда как у 18 он ухудшился — в среднем на 5 п.п. (8 п.п. с учетом методологических изменений).

Среди основных мотивов улучшения раскрытия информации — стремление удовлетворять информационным потребностям российских и международных инвесторов (таб. 2). Зачастую это связано с уже совершенным или планируемым первичным размещением акций (ИРО). Требования бирж и желание получить листинг — важные факторы повышения прозрачности и уровня корпоративного управления. Как показывает практика, в России цены акций компаний с большим уровнем информационной прозрачности показывают лучшую динамику. Поэтому рыночные стимулы все в большей степени влияют на решения компаний по поводу повышения прозрачности и уровня корпоративного управления.

В зарубежной практике компания, ценные бумаги которой обращаются на бирже, носят название «публичная компания». В мире компании, которые обращаются на открытом рынке — на слуху у широкой публики, поскольку попадают в многочисленные рейтинги, обзоры аналитиков и прессы (таб.3). Публичные компании имеют возможность привлекать более дешевые и длинные ресурсы, в том числе размещая облигации. Благодаря тому, что российские требования по корпоративному управлению и прозрачности составлены с учетом мировой практики, отношение иностранных инвесторов к российским компаниям существенно улучшилось за последнее время.

Герасимов А.В., начальник информационно-аналитического управления ММВБ

Гутарева Е.Ю., ведущий специалист информационно-аналитического управления ММВБ

Рис 1. Информационная прозрачность: как определить?

Информационная прозрачность как наличие информации о компании на рынке (или информационное окружение, пространство компании)



Информационная прозрачность означает количество и качество информации, которую компания сообщает аутсайдерам, включая акционеров и других стейкхолдеров (stakeholders). Иначе говоря, информационная прозрачность означает объем легкодоступной публичной информации о компании на рынке.

Информационная прозрачность как масштаб и искусство раскрытия информации



Информационная прозрачность означает своевременную публикацию адекватной информации о производственных и финансовых результатах компании, а также о практике корпоративного управления.

Рис. 2. Показатели раскрытия информации

Частота (интенсивность) раскрытия информации (disclosure intensity, frequency of reporting) определяется как количество дискретных раскрытий информации за период (или, сколько раз в год корпорация представляет отчетность – 1, 4, 12 и т.д.).

Своевременность (timeliness) раскрытия информации считается вторичной (зависящей от частоты) характеристикой раскрытия информации, т.к. чем чаще корпорация представляет отчетность, тем более вероятно, что эта отчетность будет сделана своевременно.

Качество (точность) раскрытия информации (information quality, precision) определяется как количество представленной информации за одно дискретное раскрытие информации (иначе, качество характеризуется степенью подробности (детальности) раскрытия информации).

Достоверность раскрытия информации определяется как доля информации, проверенной независимыми аудиторами

Таблица 1. Структура информационной прозрачности компании

Информация	Производство	Обработка и передача		Распространение
		Корпорация	Финансовые и информационные посредники	
		Аналитические агентства	Институциональные инвесторы	СМИ
Прямо	Корпоративная отчетность			
	Пресс-релизы Конференции	Аналитические отчеты		Медиаканалы
Косвенно	Сигналы	Увеличение интереса к компании	Торговля акциями	

Таблица 2. Требования по стандартам корпоративного поведения и раскрытию информации к эмитентам в листинге Фондовой биржи ММВБ

нормы корпоративного поведения	Котировальные списки «А»	Котировальные списки «Б» и «В»	Котировальный список «И»
Общие требования			
Наличие совета директоров, избираемого кумулятивным голосованием	+	+	+
Наличие в совете директоров независимых директоров	Не менее 3	Не менее 1	Не менее 1
Наличие в совете директоров комитета по аудиту во главе с независимым директором	+	+	-
Наличие в совете директоров комитета по кадрам и вознаграждениям во главе с независимым директором	+	-	-
Наличие коллегиального исполнительного органа	+	-	-
Наличие во внутренних документах эмитента положения об обязанности членов органов управления раскрывать информацию о владении ценными бумагами эмитента	+	+	+
Раскрытие эмитентом информации о вознаграждениях членам органов управления	+	+	-
Наличие утвержденного советом директоров положения об информационной политике	+	-	-
Наличие утвержденного советом директоров документа по использованию	+	+	+

информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними, которая не является общедоступной и раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную стоимость ценных бумаг эмитента			
Наличие утвержденного советом директоров документа, определяющего процедуры внутреннего контроля за финансовой и хозяйственной деятельностью эмитента	+	+	-
Дополнительные требования к акционерным обществам			
Сообщение о проведении общего собрания акционеров не менее чем за 30 дней до его проведения	+	+	+
Дополнительные требования к эмитентам, не являющимся акционерными обществами			
Соблюдение положений нормативных правовых актов, определяющих требования к раскрытию информации акционерными обществами	+	+	-

Таблица 3. Система факторов, определяющих уровень информационной прозрачности компании

Факторы макроуровня	Факторы микроуровня
<p><u>Страновой фон</u></p> <p>Рыночная инфраструктура</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Преобладающая структура собственности ▪ Отраслевая структура рынка (барьеры входа на рынок, конкуренты и т.д.) ▪ Характер функционирования публичных рынков капитала <p>Правовая инфраструктура</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Нормативно-правовая база, в т.ч. корпоративное право <p>Экономическая политика</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Стабильность курсов валют, учетной ставки и т.п. <p>Регулирование</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Стандарты раскрытия информации ▪ Стандарты бухгалтерской отчетности <p><u>Аудит</u></p> <p><u>Посредничество</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Финансовые посредники ▪ Информационные посредники. 	<p><u>Мотивация менеджеров и стандарты корпоративного управления</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Сделки на рынке капитала ▪ Корпоративный контроль ▪ Вознаграждение для менеджмента ▪ Судебные риски ▪ Сигналы хороших способностей менеджмента ▪ Конкурентные риски. <p><u>Качество внутренней информационной системы</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Количество информации, которой обладает менеджер.

Таблица 4. Топ-30 рейтинга журнала Forbes публичных компаний мира

Рейтинг	Компания	Страна	Выручка, млрд долл.	Прибыль, млрд долл.	Активы, млрд долл.	Капитализация, млрд долл.
1	Citigroup	США	146,56	21,54	1884,32	247,42
2	Bank of America	США	116,57	21,13	1459,74	226,61
3	HSBC Holdings	Великобритания	121,51	16,63	1860,76	202,29
4	General Electric	США	163,39	20,83	697,24	358,98
5	JPMorgan Chase	США	99,3	14,44	1351,52	170,97
6	American Intl Group	США	113,19	14,01	979,41	174,47
7	ExxonMobil	США	335,09	39,5	223,95	410,65
8	Royal Dutch Shell	Нидерланды	318,85	25,44	232,31	208,25
9	UBS	Швейцария	105,59	9,78	1776,89	116,84
10	ING Group	Нидерланды	153,44	9,65	1615,05	93,99
11	BP	Великобритания	265,91	22,29	217,6	198,14
12	Toyota Motor	Япония	179,02	11,68	243,6	217,69
13	Royal Bank of Scotland	Великобритания	77,41	12,51	1705,35	124,13
14	BNP Paribas	Франция	89,16	9,64	1898,19	97,03
15	Allianz	Германия	125,33	8,81	1380,88	87,22
16	Berkshire Hathaway	США	98,54	11,02	248,44	163,79
17	Wal-Mart Stores	США	348,65	11,29	151,19	201,36
18	Barclays	Великобритания	67,71	8,95	1949,17	94,79
19	Chevron	США	195,34	17,14	132,63	149,37
19	Total	Франция	175,05	15,53	138,82	152,62
21	HBOS	Великобритания	84,28	7,59	1156,61	79,83
22	ConocoPhillips	США	167,58	15,55	164,78	107,39
23	AXA Group	Франция	98,85	6,38	666,47	87,64
24	Société Générale Group	Франция	84,47	6,55	1259,32	77,62
25	Goldman Sachs Group	США	69,35	9,54	838,2	83,31
25	Morgan Stanley	США	76,55	7,47	1120,65	79,76
27	Banco Santander	Испания	62,34	7,37	945,86	115,75
27	Deutsche Bank	Германия	95,5	7,45	1485,58	65,15
29	AT&T	США	63,06	7,36	270,63	229,78
30	Electricité de France	Франция	77,75	7,39	233,4	133,37

Социальное партнерство

Содержание идеологии социального партнерства.

Функции системы социального партнерства.

«Трипартизм».

Уровни системы социального партнерства.

Социальная ответственность бизнеса и ее критерий.

Корпоративная социальная ответственность.

Социальное партнерство следует рассматривать как проверенный опытом большинства развитых стран метод решения социально-экономических проблем, в первую очередь, социально-трудовых по преодолению противоречий, возникающих между наемными работниками, работодателями и государством. Идеология социального партнерства отражает исторически обусловленный компромисс или баланс интересов главных субъектов современных экономических процессов.

Социальное партнерство можно трактовать как систему возникающих между наемными работниками и работодателями отношений по согласованию их интересов в социально-трудовой сфере, а также урегулированию социально-трудовых конфликтов, неизбежно возникающих в производственном процессе. Механизм реализации такой системы на практике предполагает заключение коллективных договоров, тарифных соглашений, в которых уровень оплаты труда, социального обеспечения, условия труда и занятости, устанавливаемые сверх гарантированного государством минимума, переводятся в плоскость договорных отношений между наемными работниками и работодателями.

Содержание идеологии социального партнерства представлено на рис. 1, а функции системы социального партнерства – на рис. 2.

Понятие социального партнерства, адекватное современным российским реалиям в сфере взаимоотношений собственников факторов труда и капитала, закреплено в Статье 23 Трудового кодекса Российской Федерации: “Социальное партнерство – система взаимоотношений между работниками (представителями работников), работодателями (представителями работодателей), органами государственной власти, органами местного самоуправления, направленная на обеспечение согласования интересов работников и работодателей по вопросам регулирования трудовых отношений и иных непосредственно с ними связанных отношений” (рис. 3).

Основными принципами социального партнерства являются:

- равноправие сторон;
- уважение и учет интересов сторон;
- заинтересованность сторон в участии в договорных отношениях;
- содействие государства в укреплении и развитии социального партнерства на демократической основе;
- соблюдение сторонами и их представителями законов и иных нормативных правовых актов;
- полномочность представителей сторон;
- свобода выбора при обсуждении вопросов, входящих в сферу труда;
- добровольность принятия сторонами на себя обязательств;
- реальность обязательств, принимаемых на себя сторонами;
- обязательность выполнения коллективных договоров, соглашений;
- контроль за выполнением принятых коллективных договоров, соглашений;
- ответственность сторон, их представителей за невыполнение по их вине коллективных договоров, соглашений.

Если взаимоотношения работников и работодателей осуществляются при посредничестве государства, которое участвует в переговорном процессе либо непосредственно (через своих представителей), либо опосредованно (через арбитражные органы, согласительные комиссии и законодательные акты), то такую систему социального партнерства называют *“трипартизм”*. (рис. 4).

В России согласно Статье 26 Трудового кодекса РФ различают следующие *уровни системы социального партнерства*:

- *федеральный уровень*, устанавливающий основы регулирования отношений в сфере труда в Российской Федерации;
- *региональный уровень*, устанавливающий основы регулирования отношений в сфере труда в субъекте Российской Федерации;
- *отраслевой уровень*, устанавливающий основы регулирования отношений в сфере труда в отрасли (отраслях);
- *территориальный уровень*, устанавливающий основы регулирования отношений в сфере труда в муниципальном образовании;
- *уровень компании*, устанавливающий конкретные взаимные обязательства в сфере труда между работниками и работодателем.

Согласно Статье 27 Трудового кодекса РФ социальное партнерство в настоящее время осуществляется в четырех законодательных формах: 1) коллективные переговоры по подготовке проектов коллективных договоров, соглашений и их заключению; 2) взаимные консультации (переговоры) по вопросам регулирования трудовых отношений и иных непосредственно связанных с ними отношений, обеспечение гарантий трудовых прав работников и совершенствование трудового законодательства; 3) участие работников, их представителей в управлении организацией; 4) участие представителей работников и работодателей в досудебном разрешении трудовых споров.

Российская система социального партнерства находится в стадии становления и результативность функционирования ее институтов на практике зависит от множества внутренних и внешних факторов. Социальное партнерство не возникает автоматически с появлением рыночного хозяйства, оно практически отсутствует в слаборазвитых странах. Это результат длительного экономического и социально-политического развития современного рыночного хозяйства: как механизм регулирования социально-трудовых отношений система социального партнерства получила развитие после Второй мировой войны и окончательно утвердилась в 60-70-х гг. XX в. в ряде европейских стран (ФРГ, Австрия, Швеция), позднее, в меньшей степени - США, Японии и южно-европейских странах Европы.

Опыт социального партнерства этих стран подтверждает, что в России должны еще сформироваться необходимые объективные и субъективные условия. В их число входят: изменение форм организации труда и характера взаимоотношений наемных работников и работодателей в процессе производства; развитие демократических процедур управления социально-политическими процессами; создание относительного равновесия сил наемных работников и работодателей, когда работодатели не могут не считаться с требованиями наемных работников, а государство готово проводить активную социальную политику в интересах всех слоев населения. В этих условиях способствовать процессам становления социального партнерства в России может и должна активная позиция крупного отечественного бизнеса, осознающего свою социальную ответственность и формирующего социальные стратегии компаний на основе принципов социального партнерства.

Социальная ответственность в наиболее широком понимании предполагает участие бизнес сообщества в разработке и проведении социально-экономической политики, направленной на устойчивое развитие. Другими словами, социальная ответственность бизнеса - это добровольный вклад в развитие общества в социальной, экономической и

экологической сферах, который напрямую связан с основной деятельностью компании и выходит за рамки законодательного минимума. Выдвижение проблемы социальной ответственности бизнеса в разряд приоритетных для России обусловлено: 1) недостаточностью ресурсов бюджета для проведения полноценной социальной политики; 2) вступлением отношений государства и крупных бизнес структур в новый этап; 3) объективно высокой ролью крупных корпораций в развитии регионов.

Критерий социальной ответственности - наличие нерыночных элементов (мотивов) в поведении компании. В России социально ответственное поведение обычно ассоциируется: 1) с уплатой налогов, выполнением законов, выплатой достойной заработной платы; 2) с благотворительными программами. Однако первое есть лишь необходимое условие ведения предпринимательской деятельности в цивилизованной экономике. Благотворительность же диктуется этическими соображениями, выходящими за сферу экономической деятельности, не затрагивает стратегические цели компании, не формирует ее поведения как субъекта бизнес-процесса.

Таким образом, социальная ответственность бизнеса (или **корпоративная социальная ответственность**) предполагает изменения в поведении компании в собственно экономической сфере, т.е. при выстраивании отношений со всеми вовлеченными сторонами: с работниками и представляющими их организациями, с потребителями и поставщиками, с местными властями и государством (рис. 5, 6).

Следует различать три уровня **социальной ответственности корпораций** (рис. 7).

Современный бизнес находится в процессе перехода от одномерной шкалы ценностей, определяемой исключительно критерием экономической рациональности, к многомерной, которая учитывает экономические, социальные и этические аспекты его деятельности. В российских условиях особую актуальность приобретает формирование и достижение базового уровня социальной ответственности бизнеса в целом и переход на высшие уровни крупнейших корпораций (рис. 8), оказывающих существенное влияние на социально-экономическое развитие в регионах своего размещения.

*Плотицына Л.А. заместитель заведующего кафедрой Финансовой академии при
Правительстве РФ, д.э.н., профессор*

Бычков В.А., вице-президент ОАО «Альфа-банк», к.т.н.

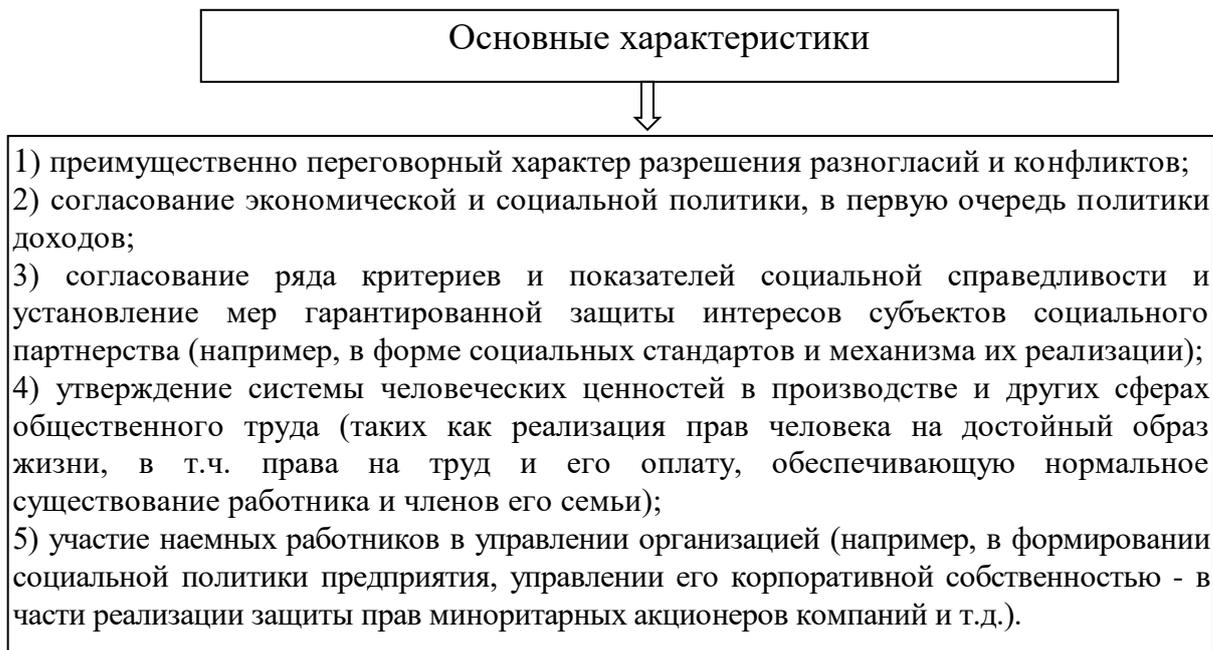


Рис. 1 . Содержание политики социального партнерства (на основе опыта развитых стран)

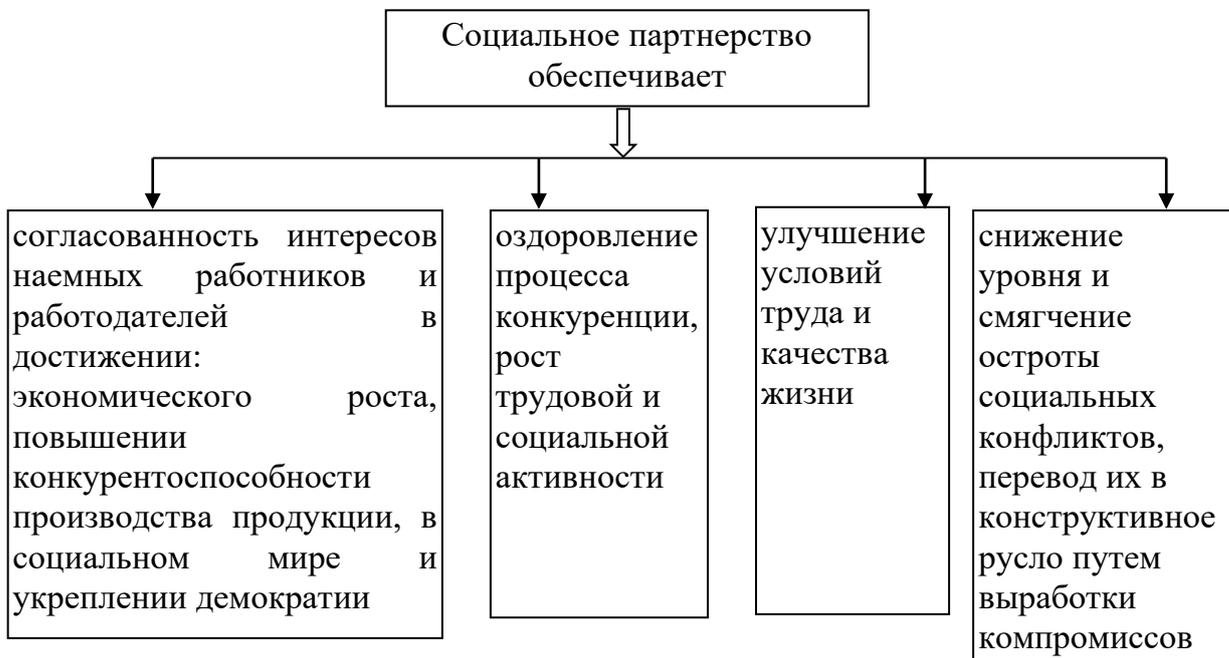


Рис. 2. Функции системы социального партнерства



Рис. 3. Социальное партнерство в сфере труда



Рис. 4. Составляющие «трипартизма»



Рис. 5. Уровни регулирования социально-трудовых отношений в России

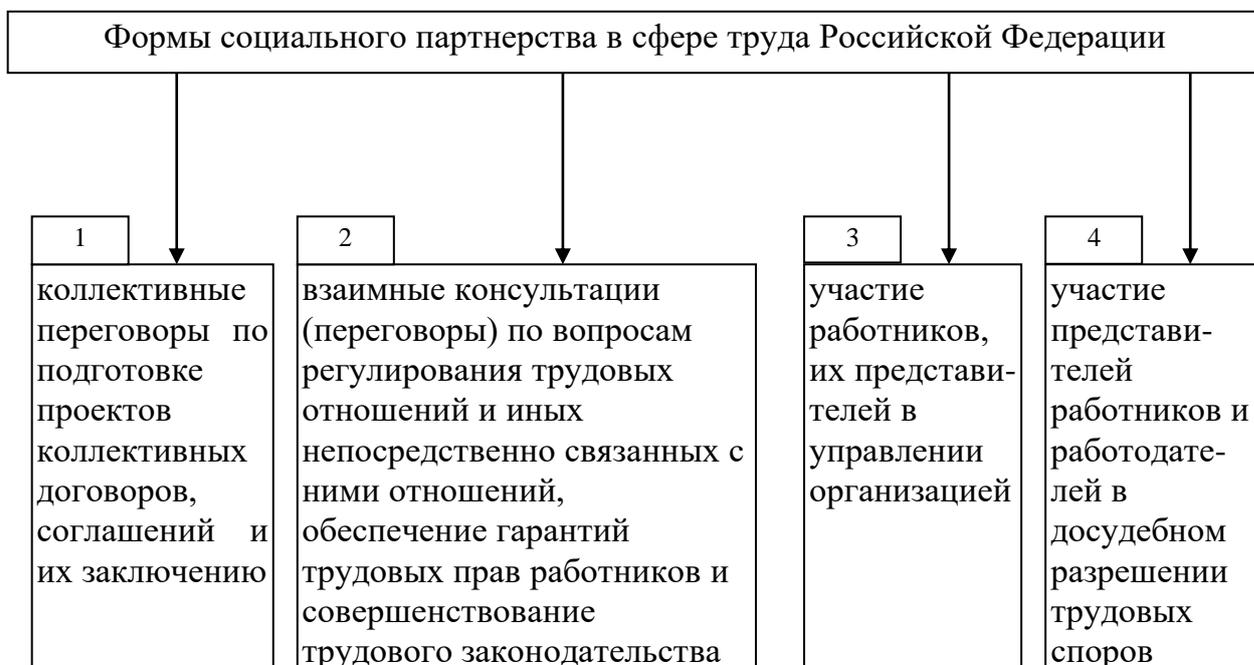


Рис. 6. Социальное партнерство в сфере труда



Рис.7. Слагаемые корпоративной социальной ответственности

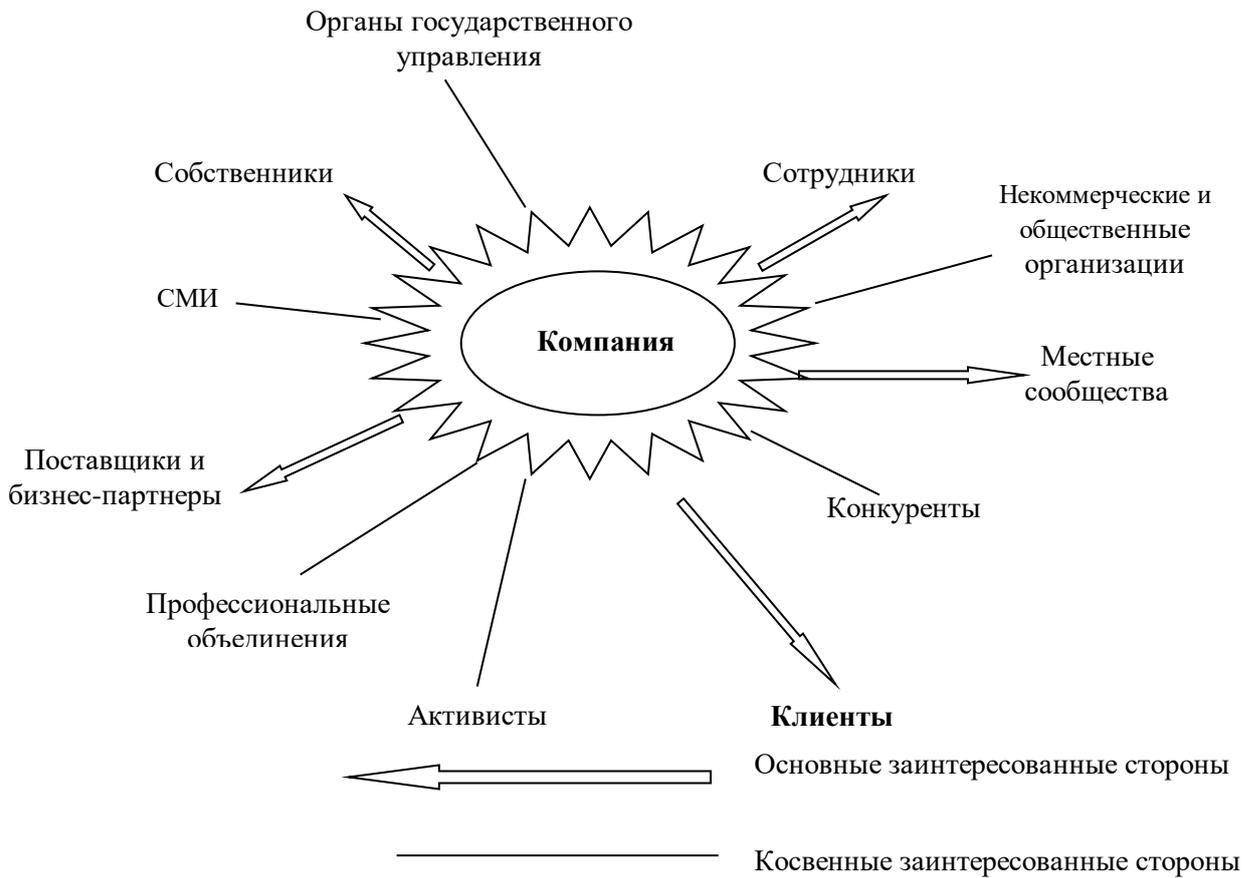


Рис. 8. Заинтересованные в деятельности компании стороны

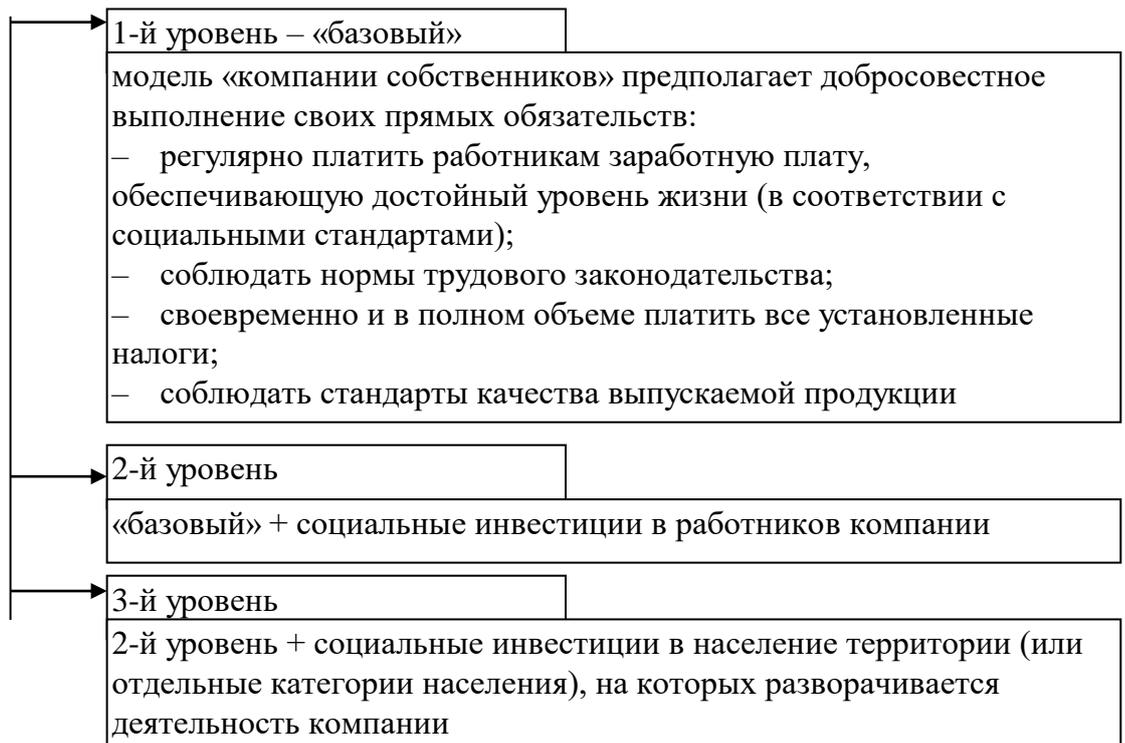
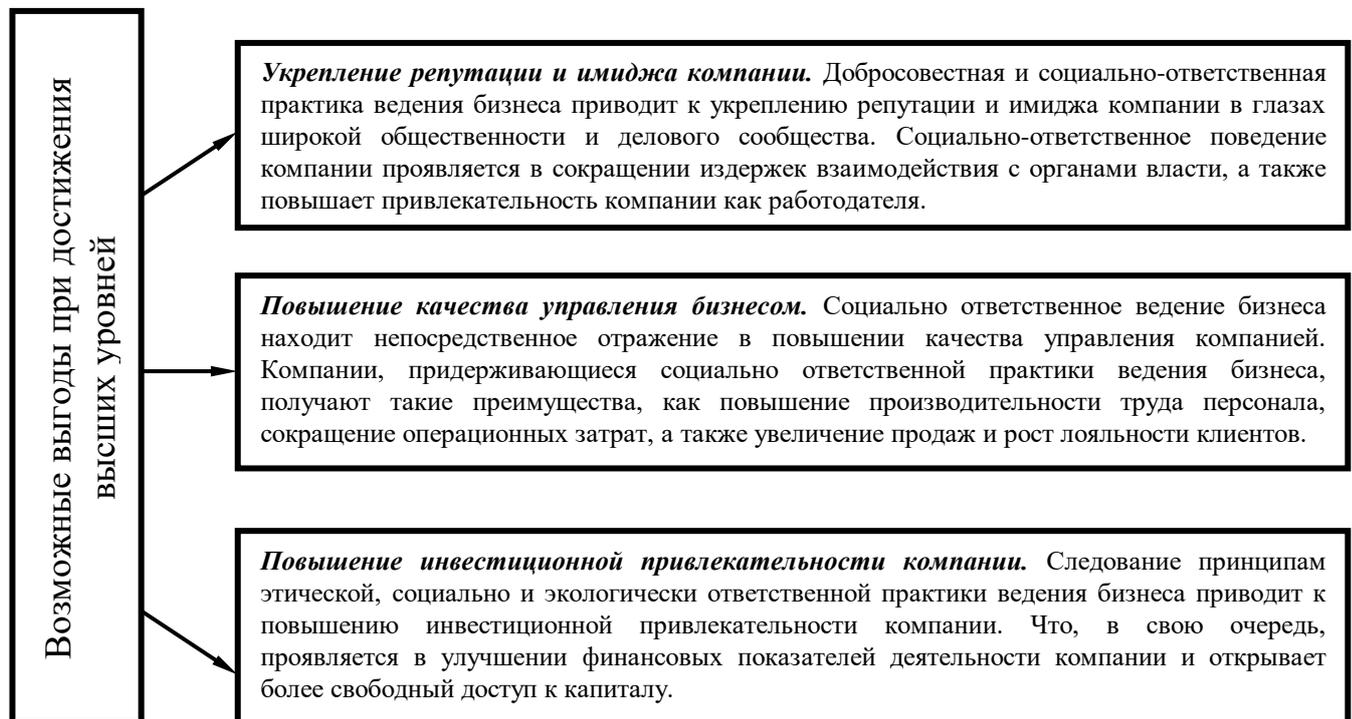


Рис.9. Уровни социальной ответственности бизнеса



Учет прав собственности акционеров

Критерии качества корпоративного управления.

Частная индивидуальная и частная групповая собственность.

Корпоративные формы собственности.

Инсайдерская форма корпоративного управления.

Права акционеров.

Организационно-правовые формы государственных предприятий.

Корпоративное управление неразрывно связано с защитой прав акционеров. Зарубежные инвесторы выделяют четыре **критерия качества корпоративного управления**, соблюдение которых может привлечь финансовые ресурсы:

- готовность предприятия к совершенствованию корпоративного управления (насколько компания готова внедрять новые принципы корпоративного управления, улучшать его качество и т.п.);

- соблюдение компанией прав акционеров (соблюдение ФЗ РФ «Об акционерных обществах», ГК РФ, Кодекса корпоративного поведения);

- установление в корпорации эффективной практики совета директоров (введение в совет директоров независимых директоров, подотчетность деятельности совета директоров акционерам и т.п.)

- раскрытие финансовой информации (прозрачность деятельности корпораций, доступ к финансовой отчетности как мажоритарных, так и миноритарных акционеров).

Корпоративное управление обуславливает четкую взаимосвязь с различными формами собственности. Так Гражданский Кодекс (ГК РФ) п.1 ст. 212 гласит, что в РФ признаются частная, государственная, муниципальная и иные формы собственности (рис. 1, 2).

Частная собственность – собственность юридических и физических лиц, которые могут извлекать из ее владения выгоду. Выделяют две ее разновидности: индивидуальная и групповая (рис. 3).

Индивидуальная частная собственность принадлежит отдельному индивиду (или семье), который обладает правом владения, распоряжения и пользования в рамках законодательства. Следует различать личную и частную собственность. Главное различие состоит в характере использования. Личная собственность используется, как правило, в своих личных целях без получения прибыли, частная предполагает получение материальной выгоды от ее использования и потребления.

Групповая частная собственность, в соответствии со ст. 244 ГК РФ «Понятие и основания возникновения общей собственности», характеризуется следующим образом:

1. Имущество, находящееся в собственности двух или нескольких лиц, принадлежит им на праве общей собственности.

2. Имущество может находиться в общей собственности с определением доли каждого из собственников в праве собственности (долевая собственность) или без определения таких долей (совместная собственность).

В отечественной экономике отмечается наличие **корпоративных форм собственности**, в частности - **акционерной формы собственности**, которая с течением времени претерпела различного рода изменения. После массовой приватизации в РФ образовалась **инсайдерская форма корпоративного контроля**. (Инсайдерская (“inside” – внутри) модель корпоративного управления (инсайдерская форма корпоративного контроля) – модель, подразумевающая осуществление корпоративного контроля собственниками через представительство в советах директоров, т.е. изнутри. В различных научных трудах и учебных пособиях встречаются, как правило, два понятия: инсайдерская форма корпоративного контроля и инсайдерская модель корпоративного управления, что, в сущности, подразумевают под собой идентичные взгляды, а именно сосредоточение большей

доли акционерного капитала (контрольный пакет акций и выше) в руках топ-менеджмента и трудового коллектива.

В основном инсайдеры – администрация предприятия и трудовой коллектив, причем доля акционерного капитала, которая приходится на них, достаточно велика.

Права акционеров отражены в федеральном законе РФ № 208-ФЗ от 26 декабря 1995 г. «Об акционерных обществах» (ред. от 05.02.2007 г.), Гражданском кодексе РФ, Кодексе корпоративного поведения. Согласно ст. 31 закона «Об акционерных обществах» акционеры – владельцы обыкновенных акций имеют одинаковый объем прав. Так, они могут участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, а также имеют право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества – право на получение части его имущества. Конвертация обыкновенных акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги не допускается (данный пункт введен Федеральным законом от 7 августа 2001 г. № 120-ФЗ). Ст. 32 ФЗ РФ «Об акционерных обществах» отражает права акционеров – владельцев привилегированных акций, которые не имеют права голоса на общем собрании акционеров, если иное не установлено Федеральным законом. Привилегированные акции общества одного типа предоставляют акционерам – их владельцам одинаковый объем прав и имеют одинаковую номинальную стоимость. В уставе общества определяется размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям каждого типа. Стоит отметить, что и ст. 47 ФЗ РФ «Об акционерных обществах», и ст. 103 ГК РФ подчеркивают тот факт, что высшим органом управления общества является общее собрание акционеров.

В настоящее время выделяют следующие **организационно-правовые формы государственных предприятий** в России:

- государственные и муниципальные (рис. 4) унитарные предприятия (унитарные предприятия, основанные на праве хозяйственного ведения и унитарные предприятия на праве оперативного управления);
- акционерные общества с разной долей участия государства в акционерном капитале;
- акционерные общества, в отношении которых принято решение об использовании специального права («золотой акции»).

В отношении находящихся в государственной собственности (рис. 5) акций АО применяются следующие механизмы управления:

- 1) представление интересов государства в органах управления обществ госслужащими (институт представителей государства);
- 2) передача принадлежащих государству пакетов акций в доверительное управление;
- 3) закрепление таких пакетов за унитарными предприятиями на праве хозяйственного ведения или оперативного управления;
- 4) внесение принадлежащих государству пакетов акций в уставные капиталы акционерных обществ.

Государство управляет принадлежащими ему акциями через институт своих представителей. Государство, как собственник имеет право на то, чтобы в органах управления и ревизионных органах находились представители государства. Порядок назначения и деятельности представителей Российской Федерации в совете директоров и ревизионной комиссии акционерного общества, в отношении которого принято решение об использовании специального права Российской Федерации на участие в управлении им («золотой акции»), порядок деятельности представителей интересов Российской Федерации в совете директоров и др. отражены в Постановлении Правительства РФ №738 от 03.12.2004 «Об управлении находящимися в федеральной собственности акциями открытых акционерных обществ и использовании специального права на участие Российской Федерации в управлении открытыми акционерными обществами («золотой акции»)). Согласно данному Постановлению, права акционера открытых акционерных обществ, акции которых находятся в собственности Российской Федерации от имени Российской Федерации

осуществляет Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом. Также следует отметить, что представители Российской Федерации в совете директоров и ревизионной комиссии акционерного общества, в отношении которого принято решение об использовании специального права на участие Российской Федерации в управлении им («золотой акции»), назначаются Правительством Российской Федерации по представлению Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации, подготовленному Федеральным агентством по управлению федеральным имуществом по согласованию с федеральным агентством или федеральным органом. Мнение федерального агентства должно быть согласовано с федеральным министерством, в ведении которого оно находится. Согласно п. 22. настоящего Положения, представители Российской Федерации осуществляют свои полномочия на основании письменных директив Федерального агентства по управлению федеральным имуществом, подготовленных в соответствии с порядком управления находящимися в федеральной собственности акциями акционерных обществ, установленным настоящим Положением. В недостаточной мере отработан вопрос стимулирования деятельности представителей государства в акционерных обществах, и, в частности, правовая база в отношении зависимости вознаграждения представителей государства от результата их деятельности. Необходимо создать систему аттестации государственных служащих, которые выполняют функции представителей государства. Подобно независимым директорам, представители государства должны иметь определенную репутацию, которая формируется в процессе их деятельности.

Для улучшения практики корпоративного управления на предприятиях с государственным участием необходимо использовать принципы *Кодекса корпоративного поведения*, например, введение в состав совета директоров независимых директоров. Также пока отсутствует централизованный анализ деятельности представителей государства и публичное раскрытие такой информации.

Цыгалов Ю.М., ведущий специалист управления интеграционной политики ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат», к.т.н., доцент
Пухова М.М., старший преподаватель кафедры Финансовой академии при Правительстве РФ, к.э.н.

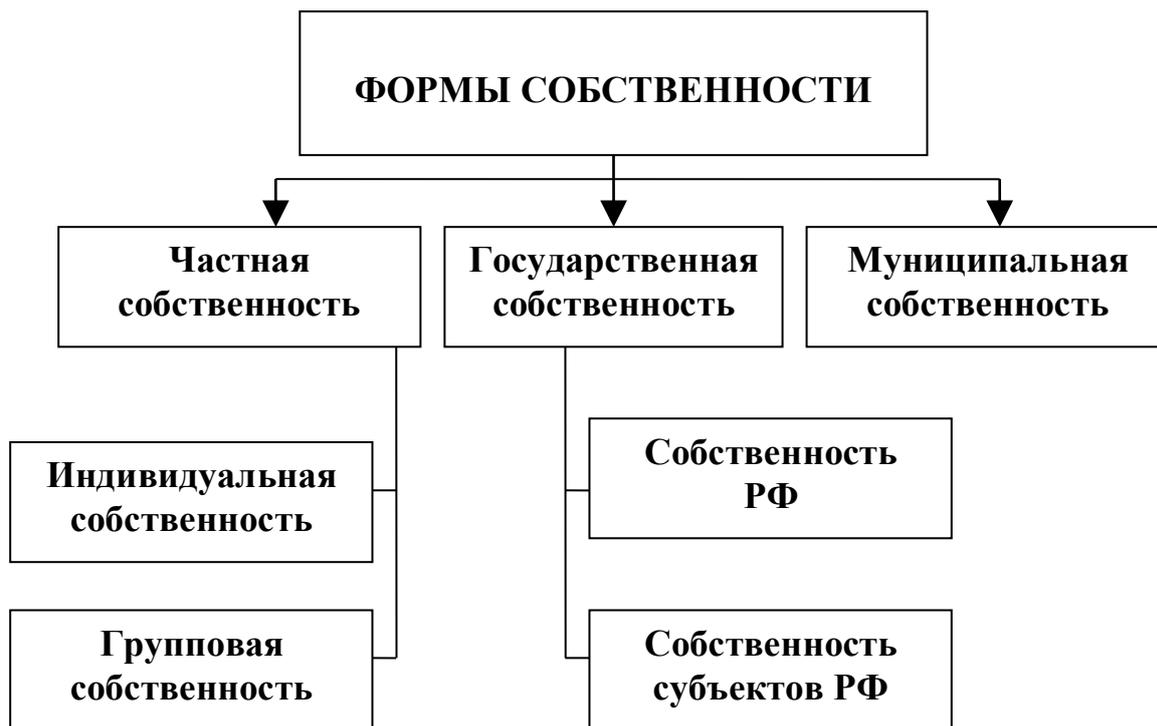


Рис.1. Формы собственности



Рис. 3. Характеристика частной собственности

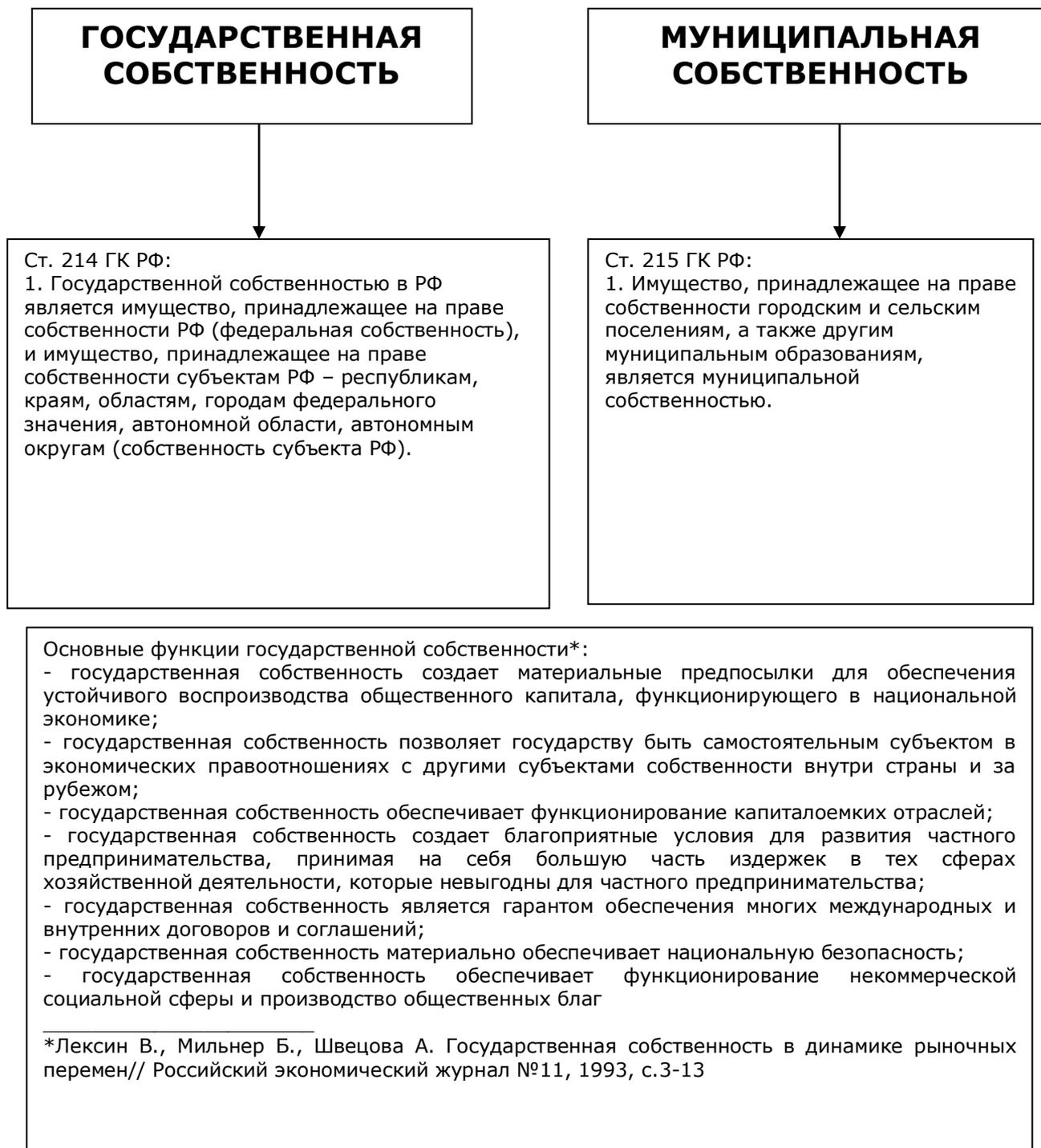


Рис. 4. Характеристика государственной и муниципальной собственности

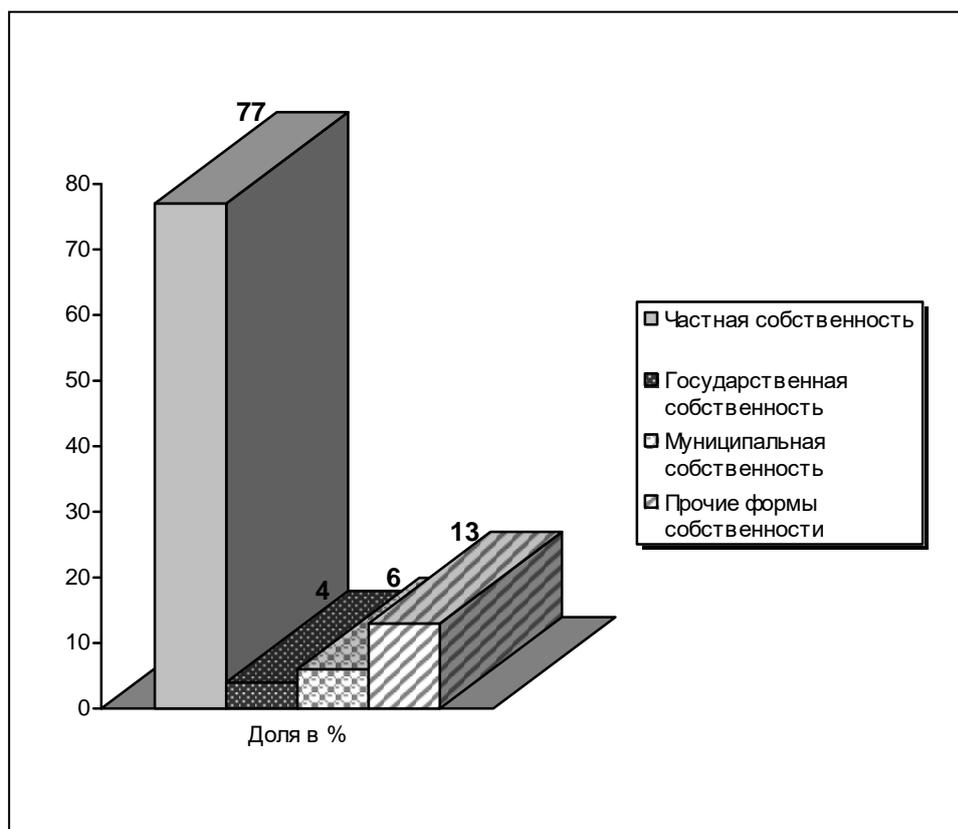
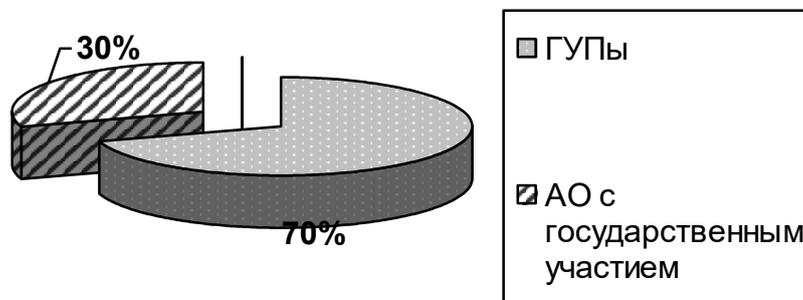


Рис. 2. Структура собственности в России в 2003 г.¹

¹ использованы экспертно-аналитические материалы мероприятия Счетной палаты РФ «Анализ процессов приватизации государственной собственности в РФ за период 1993-2003 гг.»-М., 2004 г.

Рис. 5. Характеристика госсобственности в России (в 2003 году)²



3

Доля находящихся в федеральной собственности акций акционерных обществ (процентов уставного капитала)	Количество акционерных обществ
100 процентов	118
От 50 до 100 процентов	600
От 25 до 50 процентов	1 339
25 и менее процентов	2 148

Рис. 7. Распределение долей участия государства в акционерных обществах

² Согласно Прогнозному плану (программе) приватизации федерального имущества на 2004 год и основным направлениям приватизации федерального имущества до 2006 года (Утвержден распоряжением Правительства РФ от 15 августа 2003 г. N 1165-р) по состоянию на 1 июня 2003 г.

³ Согласно Прогнозному плану (программе) приватизации федерального имущества на 2004 год и основным направлениям приватизации федерального имущества до 2006 года (Утвержден распоряжением Правительства РФ от 15 августа 2003 г. N 1165-р) по состоянию на 1 июня 2003 г.

Корпоративное управление в системе управления стоимостью

корпоративное управление

этапы становления и развития корпоративного управления

эффект от внедрения системы корпоративного поведения

издержки корпоративного управления

мифы корпоративного управления

свойство симметричности

риски корпоративного управления

Выявление, измерение, анализ и управление рисками невозможны без адекватных систем корпоративного управления (поведения) и организационного развития компании. Именно посредством грамотной и правильно организованной системы управления, которая вбирала в себя и учитывала всю специфику деятельности хозяйствующего субъекта, могут быть созданы реальные условия для стабильного его функционирования, не зависимо от форм собственности.

Корпоративное управление - связано с акционерной формой организации компании и охватывает внешнюю для нее сферу деятельности, оперирует инструментами, переходящими границы юридических лиц.

Риски корпоративного управления

На современном этапе развития российских компаний корпоративное управление становится все более технологичным, точным и измеряемым. Практика показывает, что в своем развитии корпоративное управление, как правило, проходит несколько **этапов становления и развития** в зависимости от экономического развития общества и зрелости самой компании.

Известны многочисленные примеры циклического развития: макроэкономические циклы, рыночные циклы, производственные циклы, жизненные циклы продукта и пр. Многие компании также проходят различные этапы в своей эволюции. Общий тренд – переход от закрытой, частной формы хозяйствования к той или иной степени публичности. Сравнительный анализ индивидуальной и корпоративной форм ведения бизнеса показывает, что на определенном этапе компания не может двигаться дальше, не перейдя на новый, очередной этап своего развития, который во многом предопределяется поставленными задачами её стратегического развития. Известны и обратные примеры, когда бремя открытости заставляет компании вернуться к частной форме хозяйствования. Плата за это – передача части управленческого контроля новым собственникам.

В самой корпоративной форме также можно выделить несколько этапов организационно-правового оформления бизнеса: в форме закрытого акционерного общества, открытого акционерного общества (ОАО) без публичного обращения акций (или с ограниченным обращением), наконец – в форме ОАО с полноценным присутствием на фондовом рынке.

Для крупных и средних российских компаний с учетом специфики развития экономики в основном присущи три основных этапа их становления и дальнейшего продвижения. На начальном этапе происходит осмысление общих концепций корпоративного управления. При этом толчком к действиям нередко служит давление миноритарных, в первую очередь иностранных акционеров. На данном этапе основные акционеры, менеджеры пока еще слабо ощущают практическую ценность корпоративного управления, тем более что публичное размещение акций является крайне редкой и пока еще экзотической формой привлечения капитала.

Как показывает практика, на следующем этапе развития в компании, как правило, уже осваиваются основные элементы корпоративного управления. При этом компании не просто отдают дань моде, а осознанно применяют различные приемы и методы в данной области с учетом своего места на рынке и специфики своего бизнеса. Это особенно наглядно проявляется, прежде всего, в возрастающем интересе к деятельности компании

у мажоритарных акционеров и менеджеров. Типичными для этого этапа становится корпоративная реструктуризация, более детальное очерчивание основного контура бизнеса, построение основных элементов управленческой модели, оптимизация места корпоративного центра и центра капитализации, в том числе и в системе холдингов. Разделение холдинговых и производственных управленческих функций, подготовка к переходу на единую акцию, внедрение общепринятых норм работы с акционерами и инвесторами и т.д.

Наконец, наступает зрелый этап корпоративного управления. Компании совместно с акционерами вырабатывают и принимают меры для внедрения наиболее осознанной политики корпоративного поведения и развития. Оцениваются реальные выгоды, издержки и риски той или иной модели корпоративного управления на уровне отдельной компании. Активно развиваются модели управления стоимостью, создается экономическая основа прироста акционерной ценности и ее распределения между заинтересованными сторонами. Приобретение новых активов и реструктуризация имеющихся становятся частью общей стратегии компании. Именно на данном этапе проводятся целевые программы оптимизации управленческих функций, бизнес-процессов и организационных структур. С учетом специфики бизнеса и утвержденной стратегией развития разрабатываются необходимый документооборот, многочисленные внутренние нормативные документы, регламентирующие корпоративное управление. Внедряются реальные механизмы сглаживания корпоративных конфликтов (например, Совет по стратегии и реформированию при Совете директоров РАО «ЕЭС» или этическая комиссия РСПП).

На данном этапе можно также наблюдать систематизацию нескольких сотен типовых инструментов корпоративного управления, из которых можно составить индивидуализированный набор для любой компании. Это определяется, прежде всего, тем, что на данном этапе развития компании огромное влияние на эффективность её деятельности оказывает внешняя среда функционирования. То есть среда, в которой непосредственно осуществляется сам бизнес, а установленные правила «игры», по его реализации являются обязательными для исполнения не зависимо от форм собственности хозяйствующего субъекта. В частности к наиболее важным элементам внешней среды функционирования можно отнести политическую обстановку государства где ведется бизнес, экономическую политику власти, свод законодательных актов, регламентирующие деятельность хозяйствующих субъектов и т.д.

Так, например действующее законодательство четко распределяет корпоративный цикл с точки зрения рубежных точек управленческого контроля посредством определения определенных пороговых его значений (таблица 1). В приведенном примере наблюдается цикл движения во владении акциями, как в сторону увеличения, так и в сторону уменьшения долей уставного капитала. Так, с точки зрения корпоративного контроля разницы во владении 51 или 74 процентами акций общества нет, аналогично – в других интервалах. Поэтому целесообразно либо уменьшить количество акций и сделать контроль более экономным, либо нарастить это количество до указанных пороговых значений для реализации выбранной инвестиционной стратегии и соответственно сокращения рисков в их реализации.

Естественно, нарисованная картина дает лишь укрупненные этапы развития и волн корпоративного контроля. Каждая компания, каждый инвестор проходят собственный путь, нередко методом проб и ошибок. Объединяет же всех стремление просчитать фактические выгоды, издержки и риски корпоративного управления и построить систему, дающую исключительно положительный результат для акционеров, общества и менеджеров.

Суммарные выгоды от корпоративного управления всегда должны превышать риски и затраты на него, в противном случае смысла во внедрении подобных систем нет. *Эффект*

от внедрения полноценной *системы* современного *корпоративного поведения* заключается в следующем:

1. Позитивное влияние на рыночную капитализацию компании, ее инвестиционную привлекательность, сокращение дисконта к стоимости компании на рынке.
2. Возможность корректно определить стратегию, сбалансировать цели и потребности различных заинтересованных сторон, адекватно разрешать известное противоречие между функциями собственности и управления.
3. Возможность привлекать внешнее финансирование на длительный срок по оптимальной цене, снижать средневзвешенную стоимость капитала и улучшать условия работы с партнерами за счет корпоративной составляющей рисков.
4. Повышение эффективности управления за счет системы сдержек и противовесов (совет директоров контролирует наемный менеджмент, определяет стратегию, систему управления рисками и пр.), общее снижение управленческих рисков, нацеленность всего механизма управления компанией на прирост ее экономической стоимости, возможность адекватно структурировать холдинговые и производственные управленческие функции.
5. Усиление потенциала при слияниях и поглощениях, диверсификации и интернационализации бизнеса, большая защищенность от попыток враждебных поглощений.
6. Улучшение имиджа и репутации акционеров, самой компании и ее менеджеров. Однако за все хорошее нужно платить. К *издержкам* и потенциальным проблемам открытой формы ведения бизнеса и полномасштабного *корпоративного управления* обычно относят следующее:

1. Необходимость эффективного и нередко дорогостоящего контроля над наемным менеджментом со стороны собственников, неравномерное распределение усилий по управленческому контролю между различными акционерами. Так, стратегические инвесторы стремятся более активно участвовать в управлении обществом, тогда как портфельные обычно довольствуются получением только финансовых выгод.
2. Усложнение звенности управления, повышение его инерционности и снижение оперативности в принятии управленческих решений. Цепочка - общее собрание акционеров, совет директоров и его комитеты, правление, комитеты правления, генеральный директор, органы управления дочерних и зависимых обществ может оказаться достаточно протяженной, а излишние полномочия у акционеров и совета директоров могут снизить мотивацию управленцев к творчеству.
3. Усиление регулирования со стороны государственных органов, необходимость раскрытия большого объема информации на регулярной основе. При этом объем и риски возможных административных, гражданских и уголовных санкций за различные нарушения для участников корпоративного управления существенно возрастает. Вероятность использования конкурентами и охотниками за бизнесом раскрываемой информации для атак на компанию.
4. Более высокие внутренние стандарты управленческой деятельности, требующие постоянного внимания и совершенствования, дополнительные требования к документированию системы управления.
5. Вероятность противоречия краткосрочных (спекулятивных) интересов портфельных инвесторов и долгосрочных интересов стратегических инвесторов и самой компании. Опасность искусственного раздувания или снижения курса акций спекулятивными инвесторами, а также манипулирования данными, влияющими на капитализацию, со стороны менеджеров. Риски инсайдерской деятельности, тем более, что законодательство в этой области до сих пор несовершенно. Опасности размывания капитала, ослабления или потери управленческого контроля.
6. Дороговизна (с учетом всех затрат) привлечения акционерного капитала, немалые прямые и косвенные затраты на корпоративное управление, поддержание ликвидности акций, организацию работы с акционерами, раскрытие информации, услуги аудиторов и

консультантов, содержание соответствующих служб и пр. Необходимость делиться прибылью с акционерами, что уменьшает собственные источники для развития.

7. Риск отклонения (или искажения) рыночной стоимости от внутренней стоимости из-за краткосрочных изменений общей конъюнктуры фондового рынка. Влияние на курс акций внешних, неподконтрольных обществу факторов.

Вывод – прежде чем внедрять ту или иную модель корпоративного управления необходимо удостовериться, что выгоды перекрывают издержки и риски.

Нередко можно слышать заявления о том, что улучшение корпоративного поведения автоматически ведет к усилению конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности компании, а ужесточение контроля со стороны акционеров отождествляется с улучшением корпоративного управления. Однако следует понимать, что мощнейший потенциал качественного корпоративного управления не реализуется автоматически. Хотелось бы предостеречь от слепого следования некоторым мифам.

Миф первый – хорошее корпоративное управление повышает инвестиционную привлекательность компании. Однако мы знаем немало примеров, когда общество становится привлекательным именно вследствие низкого качества управления. Компании с высоким производственно-экономическим потенциалом и плохим менеджментом нередко становятся объектом поглощения со стороны конкурентов или профессиональных инвесторов. Такие компании интересны для инвестиций именно в силу указанного разрыва и вызванной им дешевизны. Естественно, есть и другая модель инвестиционной привлекательности – за счет высокого уровня корпоративного управления, дающего немалую премию к рыночной цене компании. Это осознанная привлекательность, основанная на целевых программах повышения капитализации компании. Современный подход предполагает, что все составляющие качественного корпоративного поведения измеряются и подвергаются целевому воздействию. В результате уровень корпоративных рисков снижается, за ним – ставка дисконтирования, что приводит к удешевлению привлекаемого финансирования.

Миф второй – усиление контроля со стороны акционеров однозначно символизирует улучшение корпоративного управления. Классическая форма укрепления акционерного контроля – это расширение функций и полномочий совета директоров общества сверх его исключительной компетенции (существует немало юридических конструкций, позволяющих сделать это). Одновременно соответствующие полномочия исполнительного органа и менеджеров компании уменьшаются. Однако платой за это является потеря оперативности, снижение творческого потенциала наемных менеджеров, снижение их мотивации. Необходимо находить разумный баланс между управленческими функциями акционеров и самой компании.

Миф третий – улучшение корпоративного поведения однозначно приводит к росту конкурентоспособности компании. Несомненно, рост прозрачности является позитивным трендом в развитии акционерных обществ. Однако если не выстроена адекватная информационная политика, компания может быть подвержена дополнительному риску. Конкуренты, специалисты по слияниям и поглощениям могут использовать раскрываемую информацию во вред компании. Соответственно необходимо оптимизировать содержание, форму, каналы, периодичность раскрытия информации в целях удовлетворения потребностей заинтересованных сторон, не нанося при этом вреда самой компании.

Таким образом, только одновременное развитие всех корпоративных инструментов и выстраивание соответствующей системы прогнозирования, анализа и управления корпоративными рисками могут создать реальные условия способствующие росту конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности компании.

Корпоративные отношения обладают **свойством симметричности**. Многие акционерные общества сами являются акционерами, пайщиками, учредителями других юридических лиц. Это позволяет переносить на дочерние и зависимые общества опыт

корпоративного управления, складывающийся во взаимоотношениях с собственными акционерами. В системе стратегического и оперативного менеджмента во многих компаниях присутствуют как холдинговые, так и производственные функции. В этих условиях правильное распределение полномочий между корпоративным центром и производственными площадками является важнейшим фактором качества корпоративного управления. Практика показывает, что в компании должны эффективно функционировать *два подразделения – по работе с акционерами и инвесторами, а также по управлению собственностью*. Между ними необходимо наладить взаимодействие, так как используются сходные юридические, организационные и экономические инструменты. Так, можно применять одинаковые подходы при наблюдении за реестрами (во избежание недружественных поглощений), оптимизации бизнес-процессов по управлению долгосрочными финансовыми вложениями. Требования, которые предъявляют акционеры к органам управления общества, целесообразно экстраполировать на его «дочки». Складывается симметричная система корпоративного поведения, принцип которой гласит: *«Делай по отношению к другим только то, что хочешь по отношению к себе, и не делай то, что не хочешь по отношению к себе»*.

Компании следует четко определить политику и формат своего участия в других обществах – стратегический или портфельный инвестор, мажоритарный или миноритарный акционер, активный участник или наблюдатель. В зависимости от этого структурируется модель корпоративного поведения. При этом есть смысл проанализировать действия своих акционеров и распространить их положительный опыт «давления» на акционерное общество в деятельности по выстраиванию собственных дочерних и зависимых обществ.

Известно, что корпоративные инструменты и действия (проведение собраний акционеров, заседаний советов директоров; эмиссии ценных бумаг; слияния и поглощения; изменения в составе органов управления и др.) могут применяться для различных целей:

1. Поддержка текущей деятельности и обеспечения предусмотренного законодательством корпоративного календаря.
2. Развитие и диверсификация с помощью слияний и поглощений.
3. Привлечение капитала.
4. Оптимизация корпоративной и организационной структур общества, передача функций на аутсорсинг.
5. Нападение или защита от враждебных действий.
6. Поиск компромиссов и альянсы заинтересованных сторон.
7. Приобретение с целью улучшения управления, реструктуризации и последующей перепродажи.
8. Улучшение имиджа компании.

Каждый участник корпоративных отношений формирует для себя приоритеты в использовании указанных инструментов. Так, дружественные слияния и поглощения используются для развития бизнеса, увеличения рыночной доли, диверсификации деятельности и рисков, построения кооперационных цепочек, обслуживания интеграционных процессов, оптимизации структур, избавления от непрофильной деятельности. Во всех этих случаях должен быть получен синергетический эффект, иначе смысла в подобных действиях нет.

Как правило, с учетом специфики бизнеса слияние компаний направлено на достижение следующих результатов: увеличение рыночной доли, рост прибыли, сокращение затрат, оптимизация закупок и сбытовых сетей, экономия на масштабе выпуска, упорядочение производственной и финансовой деятельности, сокращение потребности в инвестициях, снижение численности персонала, улучшение сбалансированности и гармоничности производства, расширение доступа к запасам природных ресурсов, повышение эффективности НИОКР, получение новых управленческих знаний и навыков и пр. Например, административные расходы

объединенной компании должны быть меньше суммы аналогичных расходов объединяющихся компаний, а выручка должна быть больше суммы за счет повышения эффективности сбыта.

Но возможен и отрицательный результат, плюс на плюс может дать минус. Известно, что более половины сделок слияний и поглощений не приводят к росту курса акций объединенной компании. Классический пример – когда две эффективные компании, объединившись, становятся менее эффективным обществом из-за несовместимости управленческих культур. Результирующим эффектом должен быть рост отдачи на инвестиции, увеличение денежных потоков и снижение рискованной ставки. В противном случае корпоративная арифметика не подтвердит целесообразность корпоративных сделок. Другим примером является так называемая премия за контроль. Известно, что одна обыкновенная акция, добавляемая к 25, 50 или 75 процентам голосующих акций стоит дороже, чем та же акция в иной арифметической ситуации.

Аналогичный подход должен быть обеспечен и при выделении (разделении) юридических лиц, например, при избавлении от непрофильных для компании подразделений и видов деятельности. Так, целесообразность выделения сервисных, ремонтных, строительных, транспортных, научно-исследовательских и иных служб производственных компаний на «вольные» хлеба должен быть подвергнут тщательному предварительному анализу. Посредством экономическо-правового анализа определяется насколько целесообразны, планируемые, такого рода мероприятия, а также определяются конкретные риск факторы, которые могут привести к негативным последствиям. Безусловно, прежде всего, имея в виду, что в основной компании необходимо обеспечить снижение себестоимости, возможность выбирать подрядчиков на конкурсной основе, сохранение стабильности деятельности, сокращение персонала с минимальными финансовыми и социальными последствиями.

Необходимо иметь в виду, что выделившиеся из компании бизнес процессы должны выжить в конкурентной среде, быть способными производить и продавать конкурентоспособные услуги, обладать достаточными управленческими ресурсами для самостоятельной жизни.

Другое правило – минус на минус дает плюс – вообще никогда не действует, так как объединение в той или иной форме двух плохих компаний никогда не приведет к созданию одной хорошей.

Все это означает, что корпоративная «арифметика» должна быть корректной на всех этапах корпоративных действий: подготовки, собственно сделок и после их завершения.

Мы уже говорили о том, что корпоративное управление сопряжено с определенными издержками и проблемами. Возникают они из-за неадекватного управления рисками. К **основным корпоративным рискам** можно отнести следующие: снижение стоимости бизнеса, необоснованные изменения и волатильность рыночной капитализации, влияние на курс акций внешних неподконтрольных факторов, недостаточность объема рынков для объективной оценки стоимости компании, снижение инвестиционной привлекательности, рост стоимости финансирования, обесценение или потеря активов и имущества, ослабление или потеря управленческого контроля. Риски чрезмерного и недостаточного контроля за менеджментом, размывание доли, изменение процента голосующих акций в случае голосования привилегированными акциями, снижение ликвидности ценных бумаг, враждебные поглощения, корпоративные конфликты, удорожание корпоративного контроля (необходимость большей доли, рост прямых и косвенных затрат корпоративное управление), неполучение информации, излишняя открытость. Кроме того, к числу корпоративных рисков следует отнести возможные санкции регулирующих и судебных органов, обеспечительные меры, процедурные риски при корпоративных событиях, ухудшение имиджа и репутации, переход в иное законодательство (банкротство и потеря акционерного контроля) и многое другое т.д. При этом, как показывает практика, риски могут быть как чисто финансово – экономическими, так и юридического характера,

приводящие к негативным последствиям. Потери могут быть вызваны причинами как фундаментального, так и технического характера. Угрозы возникают для самого общества, его акционеров, наемных управленцев.

В идентификации, измерении, управлении и контроле корпоративных рисков принципиально важными являются угол зрения и векторы рисков. Основное здесь – подход с точки зрения интересов различных категорий заинтересованных сторон (разные типы акционеров и инвесторов, менеджмент, персонал, партнеры, клиенты, потребители, дебиторы, кредиторы, органы государственной власти, управления, регулирования и надзора, местные сообщества и пр.). Плюсы и минусы одних и тех же корпоративных событий и действий могут принципиально измениться в зависимости от точки зрения и взгляда на них разных участников корпоративных отношений. Например, скачки курса акций хороши для спекулятивных инвесторов и плохи для стратегических, а размывание доли одних акционеров приводит к увеличению доли других. Важно оценивать не только размер, но и направленность (вектор) рисков. Так, неоправданная самостоятельность исполнительных органов может быть направлена в первую очередь против акционеров, а агрессия одного акционера – против другого или против всей компании.

К сожалению, корпоративные инструменты применяются не только для позитивных целей. Мы наблюдаем акционерные войны, агрессивные и враждебные слияния и поглощения, неэтичные способы разрешения корпоративных конфликтов. Каждый сезон характерен своими «хитами». Раньше это были обеспечительные меры по искам сельских тружеников и решениям удаленных судов общей юрисдикции, в результате которых держатель одной акции мог парализовать деятельность крупной компании. Сейчас - это проведение параллельных собраний акционеров, создание параллельных органов управления, ведение двойных реестров. В результате возникают искривления корпоративного пространства, когда параллельные структуры корпоративного управления в силу объективных причин, как правило, пересекаются (обычно – в судебных инстанциях).

Все сказанное означает, что корпоративное управление имеет большое значение в деле создания надлежащих условий для стабильной деятельности компании и должно обеспечить баланс целей заинтересованных сторон и как результат нулевое значение итогового сложения корпоративных рисков. Можно выделить следующие основные механизмы достижения подобного баланса интересов:

1. Качественное раскрытие информации о деятельности общества.
2. Адекватное распределение прав и полномочий между органами управления, эффективный контроль совета директоров за деятельностью исполнительных органов, создание комитетов совета директоров, деятельность независимых членов совета директоров.
3. Мониторинг реестра, выбор надежного реестродержателя.
4. Утверждение и контроль правил совершения сделок с активами компании.
5. Утверждение и исполнение взвешенной инвестиционной и дивидендной политик.
6. Правильная организация внешнего и внутреннего аудита, системы внешнего и внутреннего контроля.
7. Оптимизация внутренних управленческих правил и процедур, бизнес-процессов, организационных структур, системы управления в целом.
8. Эффективный надзор со стороны регулирующих и контролирующих органов.
9. Целевые программы повышения ликвидности акций, использование возможностей и технологий торговых площадок.
10. Заключение соглашений и создание альянсов между акционерами для предупреждения корпоративных конфликтов.
11. Использование возможностей судебной системы, привлечение профессиональных юристов.

12. Страхование корпоративных рисков, реестродержателя, ответственности членов совета директоров.

13. Следование этическим нормам ведения бизнеса. Применение концепции тройной ответственности и отчетности – экономической, социальной, экологической.

Таким образом, как показывает практика правильный вектор корпоративных рисков хозяйствующих субъектов только с помощью целостной системы управленческих, экономических и юридических инструментов, применяемых различными заинтересованными сторонами.

В последнее время существенно возросла роль этики в предупреждении и разрешении корпоративных конфликтов. В целом же можно с уверенностью утверждать, что мы наблюдаем переход российских компаний к новому этапу корпоративной зрелости, характеризующемуся богатством содержания и форм приемов, методов и инструментов.

Таблица 1. Корпоративный цикл с точки зрения рубежных точек управленческого контроля

В % от вклада в уставной капитал	Право акционера (группы акционеров) на:
1 акция	<ul style="list-style-type: none"> • Голос на общем собрании акционеров • Получение дивидендов при их выплате для данной категории акций • Доступ к ряду документов • Преимущественное право приобретения акций при определенных условиях • Право требовать от общества выкупа акций при принятии ОСА определенных решений • Часть имущества АО при его ликвидации
1%	<ul style="list-style-type: none"> • Ознакомление с информацией, содержащейся в реестре АО • Ознакомление со списком участников общего собрания акционеров • Обращение в суд с иском к члену совета директоров общества
2%	<ul style="list-style-type: none"> • Предложения в повестку дня общего собрания акционеров • Выдвижение кандидата в совет директоров и ревизионную комиссию АО
10%	<ul style="list-style-type: none"> • Требование созыва внеочередного общего собрания акционеров • Требование проверки финансово-хозяйственной деятельности общества
25%	<ul style="list-style-type: none"> • Доступ к документам бухгалтерского учета и протоколам коллегиального исполнительного органа
25%+1 акция	<ul style="list-style-type: none"> • Блокирование решения общего собрания акционеров по вопросам изменения устава, реорганизации и ликвидации обществ, заключения крупных сделок
30%+1 акция	<ul style="list-style-type: none"> • Проведение нового общего собрания акционеров, созванного взамен несостоявшегося
50%+1 акция	<ul style="list-style-type: none"> • Проведение общего собрания акционеров • Принятие необходимых решений на общем собрании акционеров (за исключением вопросов, связанных с изменением устава общества, его реорганизации и т.д.)
75%+1 акция	<ul style="list-style-type: none"> • Полный контроль над акционерным обществом, т.е. акционер имеет возможность принимать решение об: <ul style="list-style-type: none"> - изменении устава, - реорганизации и ликвидации общества, - заключении крупных сделок

Пути развития корпоративного управления

Стандарты корпоративного управления

Инфраструктура корпоративного управления

Принципы взаимодействия компании с властными структурами

Кодекса корпоративного поведения

Применение стандартов корпоративного управления в российских компаниях становится общепринятой практикой. Крупные российские компании разработали и приняли кодексы корпоративного поведения, совершенствуется работа советов директоров. В составе этих советов возросло число независимых директоров. Становятся заметными результаты практического применения принципов корпоративного управления: повышение инвестиционной привлекательности компаний, расширение возможностей привлечения долгосрочных инвестиций, снижение стоимости кредитования, увеличение рыночной стоимости компаний и признание на фондовых биржах их акций. Компании с хорошей репутацией в области корпоративного управления при равных производственных и финансовых показателях стоят намного дороже. Повышается роль аудиторских, инвестиционных и консалтинговых фирм, консультирующих портфельных инвесторов при определении стоимости этих компаний. В настоящее время инвесторы обращают внимание прежде всего на снижение своих рисков. В этой связи приобретает особую актуальность оценка инвесторами значимости факторов корпоративного управления для России.

Однако позитивные изменения в области корпоративного управления нельзя признать динамичными. Прогресс реально заметен только в незначительном числе крупных корпоративных структур, но мало затронута деятельность средних компаний. На возможности распространения корпоративного управления в России крайне негативно влияют незавершенность передела собственности, продолжающийся процесс консолидации, преобладание горизонтальных и вертикальных типов интеграции на фоне агрессивных поглощений, ужесточение конкуренции на внутреннем рынке, значительные масштабы теневой экономики, чрезмерное разнообразие противоречивых экономических интересов (крупные и средние корпоративные структуры, правящая элита, криминальный капитал), отсутствие продуманной государственной политики поддержки отечественного производителя, несовершенство законодательной и нормативно - правовой базы и правоприменения. Необходимо объединение усилий государства, предпринимательских кругов и гражданского общества для внедрения принципов корпоративного управления. Определенная основа для этого в России есть: создана и развивается **инфраструктура корпоративного управления**, которая позволяет осуществлять это управление на практике (рис. 1).

Задачей государства является организация корпоративного управления в контексте защиты и гарантий прав собственности (прав инвесторов и акционеров, как миноритарных, так и мажоритарных) обеспечение баланса интересов всех участников корпоративных отношений. На понимании прав собственности должны строиться **принципы взаимодействия компании с властными структурами** (рис. 2). Основным принципом такого взаимодействия являются отношения делового партнерства. Развитие равноправного и выгодного взаимодействия возможно при соблюдении законодательства, своевременной и полной уплате налогов, отказе от давления в процессе принятия решений органами власти, учете интересов местного сообщества.

Практика корпоративного управления обуславливается экономическим, правовым и специальным окружением. Поэтому неправомерно говорить о распространении его принципов без эффективного взаимодействия бизнеса и государства (рис. 3). Изменение законов и подзаконных актов не имеет смысла, если не будет создана система стимулов для

соблюдения правил, действенных способов получения компенсации за ущерб, восстановления нарушенных прав и эффективных механизмов правоприменения.

Соблюдение принципов корпоративного управления в настоящее время один из главных факторов привлечения инвестиций, включая стабильные и дешевые источники финансирования. Поэтому основной задачей регулирующих органов становится разработка четких критериев корпоративного управления. Инвесторы должны быть убеждены в том, что компании действуют в интересах всех акционеров и дают возможность оперативного получения информации о положении дел. На это должны быть направлены разрабатываемые правовые нормативные акты (стандарты). Необходима соответствующая мотивация для выполнения рекомендаций Кодекса корпоративного поведения, особенно при внедрении новых стандартов информационной открытости, внесении изменений в действующие внутренние документы и разработки новых, превращении советов директоров в орган с реальными полномочиями и ответственностью.

Одной из проблем, выявившихся в процессе внедрения принципов и методов корпоративного управления в практику российских компаний, является как отсутствие устоявшихся подходов и понятий, так и основ оценки и сравнения, полученных результатов действий руководителей компаний по формированию систем корпоративного управления. Нет элементарного терминологического взаимопонимания не только между академическим и деловым сообществом, но и существуют серьезные разногласия и разночтения в самой академической среде по разделению таких понятий, как корпоративное управление и корпоративный менеджмент (corporate governance and corporate management). Каковы последствия? Практически сформировались два направления по-разному трактующих не только суть корпоративных отношений, но и неоднозначно разделяющих сферу менеджмента и корпоративного управления. Самому понятию «корпоративное управление» в деловой среде придается разный статус. Налицо факт разночтения, который мешает понять практическую ценность распространения корпоративного управления. Это при том, что в российской практике нечетко определены участники корпоративных отношений, характер и особенности их взаимодействия.

Следование принципам корпоративного управления поможет расширить перспективы развития российского бизнеса, откроет новые горизонты для макроэкономического развития. Усилия регулирующих органов должны быть направлены на создание инструментов для мониторинга и оценки качества корпоративного управления, определения его соответствия требованиям законодательства. В условиях финансовой глобализации идет ожесточенная конкуренция за привлечение капитала на фоне недоверия к развивающимся рынкам. Потребность в капитале, необходимом для реструктуризации промышленности, в России огромна. Это тем более требует объединенных усилий бизнеса и государства. Понимания потребности в надлежащем корпоративном управлении только менеджерами российских компаний недостаточно. Необходима масштабная работа по развитию и поддержке мощного корпоративного сектора, а именно:

- содействие развитию конкуренции за счет снижения барьеров входа на рынок, стимулирование демонополизации с учетом потребностей отрасли;
- продолжение работы над созданием благоприятного налогового климата, стимулирующего инвестиции;
- создание равных условий для инвестиционной деятельности всех инвесторов;
- обеспечение проведения последовательной государственной политики в отношении привлечения прямых инвестиций (отечественных и иностранных) на федеральном и региональном уровнях;
- оптимизация административной практики для стимулирования инвестиционных процессов: устранение дискриминации, усиление борьбы с коррупцией, что позволит снизить чрезмерно высокие транзакционные издержки;
- обеспечение прозрачности функционирования фондового рынка;

- стимулирование развития деловой культуры бизнеса, поддержание соответствующих образовательных программ;
- создание четко прописанных правил взаимодействия между бизнесом и властными структурами, обеспечение на практике соблюдения прав собственности.

В целях активного распространения принципов корпоративного управления компании могут вырабатывать различные меры для улучшения его качества (рис. 4, табл. 1,2). В новых условиях менеджерам придется переосмыслить основу взаимоотношений с акционерами, миссию советов директоров, их состав, стандарты работы, критерии и процедуры оценки результатов своей деятельности. Главное условие улучшения корпоративного управления – это признание высшим исполнительным руководством компании его актуальной необходимости.

Как представляется, все вышеперечисленные проблемы могут и должны регулироваться на основе использования деловым сообществом соответствующих стандартов. Одна из функций стандартизации – коммуникативная функция – предусматривает создание базы для объективизации различных видов деятельности, в т.ч. преследующих корпоративные цели восприятия информации, фиксации терминов и определений, что позволяет обеспечивать необходимое взаимопонимание участников корпоративного управления. Чтобы решить основные из отмеченных проблем, необходимо разработать и внедрить на добровольной основе в практику деятельности отечественных компаний стандарты корпоративного управления.

Хлопонин А.Г., губернатор Красноярского края

Беляева И.Ю., заведующая кафедрой Финансовой академии при Правительстве РФ, председатель Подкомитета по антикризисному управлению, банкротству и корпоративному развитию ТПП РФ, д.э.н., профессор

Рис. 1 Оценка инвесторами значимости факторов корпоративного управления для России



Источник: Standard & Poor's. Опрос инвесторов. Ноябрь 2003 г.

Рис. 2 Инфраструктура корпоративного управления в России

Блок I	Блок II	Блок III	Блок IV
Рыночная инфраструктура	Правовая инфраструктура	Государственное регулирование	Информационная инфраструктура
<p>-современные организационно-правовые формы (ОАО, ЗАО, ООО);</p> <p>-финансовые рынки и институты;</p> <p>-общественные организации, представляющие интересы инвесторов, независимых директоров, директоров, менеджмента и т.п.;</p> <p>(например, Ассоциация независимых директоров, Ассоциация по защите прав инвесторов, Торгово-промышленная палата РФ, Российский союз промышленников и предпринимателей и т.д.)</p>	<p>-сложившаяся нормативно-правовая база:</p> <p>Гражданский и Арбитражно-процессуальный кодексы РФ;</p> <p>-Федеральные законы, касающиеся специальных сфер регулирования (например, «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг» и т.д.);</p> <p>-Кодекс корпоративного поведения</p>	<p>-Государственная Дума РФ</p> <p>-Трехуровневая система государственных органов исполнительной власти:</p> <p>а) федеральные министерства;</p> <p>б) федеральные службы;</p> <p>в) федеральные агентства;</p> <p>-Министерство экономического развития и торговли</p> <p>-ФСФР (до административной реформы ФКЦБ)</p> <p>-система гражданского судопроизводства (суды общей юрисдикции и арбитражные суды);</p> <p>-Министерство юстиции РФ</p>	<p>-Министерство финансов РФ (регулирование требований финансовой отчетности);</p> <p>-Федеральная статическая служба;</p> <p>-ФСФР;</p> <p>-Министерство по налогам и сборам РФ</p>

Рис. 3 Взаимодействие бизнеса с властными структурами



Рис. 4. Причины недостаточной эффективности диалога бизнеса и государства (%)



Источник:
Вестник ассоциации менеджеров №4/5,
Июль 2004. с.6.

Пути улучшения корпоративного управления в России (по результатам опроса менеджеров компаний)

Рис. 5. Меры, которые планирует принять компания для улучшения корпоративного управления

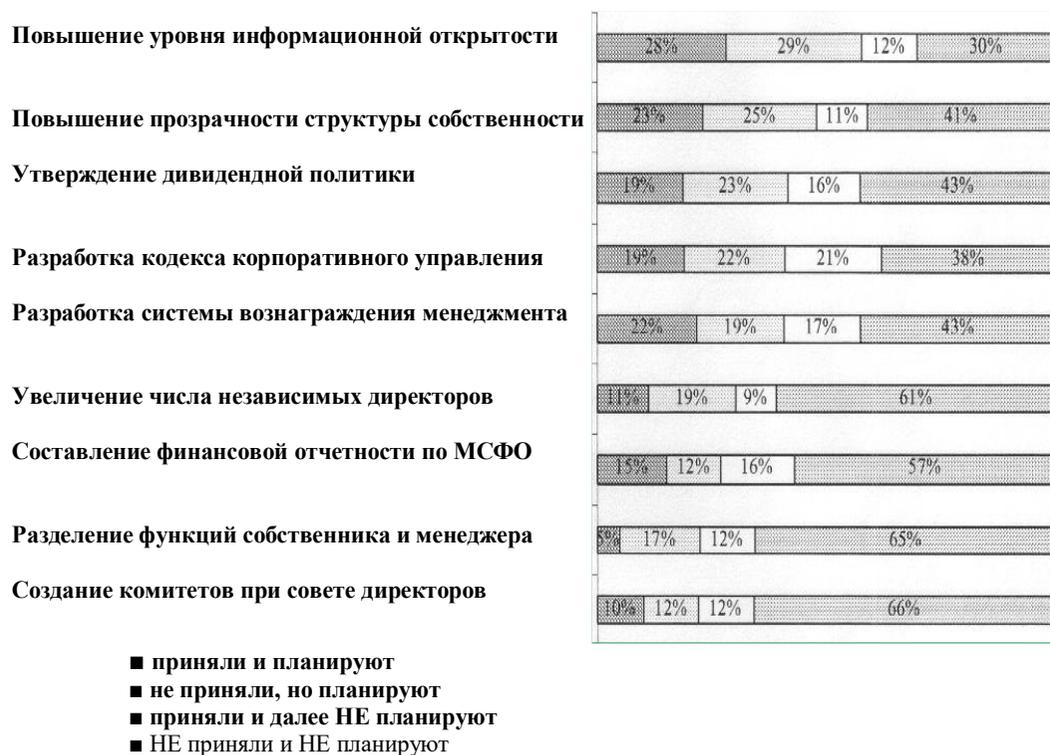
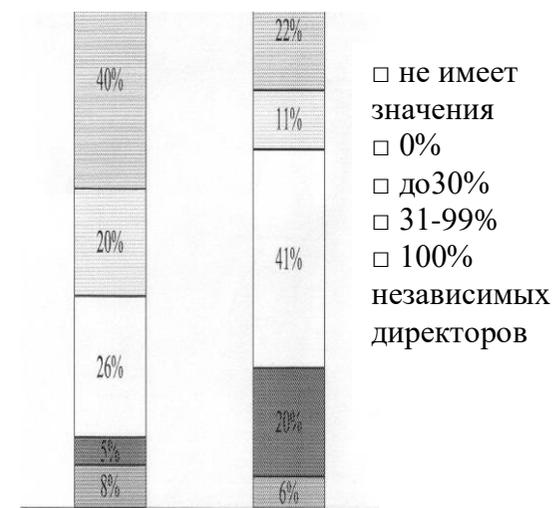


Рис. 6. Оптимальное число независимых директоров для компании



Использованы данные исследования Комитета по корпоративному управлению Российского союза промышленников и предпринимателей по 1000 компаний

Рис. 7. Меры по улучшению корпоративного управления и оценка их эффективности по пятибалльной системе

57%	<i>Повышение информационной открытости</i>	3,6
48%	<i>Повышение прозрачности собственности</i>	3,6
42%	<i>Утверждение дивидендной политики</i>	3,5
41%	<i>Система оценки и вознаграждения</i>	3,5
41%	<i>Кодекс корпоративного управления</i>	3,4
30%	<i>Введение независимых представителей в составе СД</i>	3,2
27%	<i>Составление отчетности по МСФО</i>	2,5
22%	<i>Создание комитета по аудиту</i>	3,3
22%	<i>Разделение функций собственника и менеджмента</i>	3,7

Рис. 8. Оценка результативности принятых мер по улучшению корпоративного управления

Репутация компании	4,2 бал.
Эффективность управления	4,1 бал.
Разрешение корпоративных конфликтов	3,7 бал.
Доступ к рынку капиталов и снижение стоимости заемного капитала	3,7 бал.
Стоимость акций компании	3,6 бал.

Технологии Investor Relations в создании и повышении стоимости бизнеса.

Связи с инвесторами Коммуникационная стратегия

Выстраивание эффективной коммуникационной политики в отношении потенциальных и существующих инвесторов – первоочередная задача, которую необходимо решить компании-эмитенту. Компания должна стать публичной и узнаваемой не только в России, но и на Западе, это особенно важно, если размещение проходит на Лондонской или Нью-Йоркской фондовых биржах.

В области отношений с инвесторами наступил переломный момент. Постоянно изменяющиеся правила регулирования в сфере ценных бумаг, новые требования скептически настроенных инвесторов и аналитиков, все более глубокое понимание журналистами финансовых вопросов и другие факторы требуют тщательной и всесторонней оценки методов разработки и реализации **коммуникационной стратегии** в отношении инвесторов (Рис.1).

Связи с инвесторами – стратегическая управленческая функция, базирующаяся на финансовом анализе, маркетинговых инструментах и профессиональных коммуникационных технологиях, реализуется в рамках юридических норм и правил, предъявляемых российским и международным правом.

Только сочетание всех этих аспектов смогут продемонстрировать инвесторам достижения компании по трем важнейшим показателям – доходность, риск, репутация.

Коммуникационная стратегия становится ключевым ресурсом в борьбе за положительное восприятие и позитивную деловую репутацию компании. Когда компания знает свои сильные и слабые стороны и понимает, что конкретно нужно изменить, ее лидеры получают возможность сформировать коммуникационную политику, направленную на сохранение, завоевание или восстановление доверия инвесторов. Прежде всего, коммуникационная стратегия должна обеспечить понимание инвесторами политики и философии компании и владельцев.

Важно учитывать, что эффективные коммуникации с инвесторами, направленные на принятие положительного решения о покупке ценных бумаг эмитента, означают не просто соответствие стандартным требованиям, выполнение которых необходимо для включения в листинг фондовой биржи. Такие стандарты – необходимый минимум. Важно сделать акцент на нематериальных активах компании, которые также являются инструментом создания ее стоимости. К таким активам можно отнести профессиональный опыт членов правления, безупречную личную репутацию каждого из них, интеллектуальный капитал, политику эмитента в области бренда, социальные и экологические программы, проводимые компанией. (Рис.2)

Влияние коммуникационного блока на стоимость бизнеса постоянно возрастает. Однако, в практику раскрытия информации российскими компаниями не вошли данные, связанные с инвестициями в коммуникационную политику, информационные технологии. А между тем на западе инвестиции в эти направления вызывают большой интерес со стороны институциональных инвесторов.

Доказать важность определения стоимости нематериальных активов, созданных коммуникационными технологиями, несложно. Во-первых, капиталовложения, затрачиваемые на выстраивание эффективных коммуникаций, в ряде отраслей превышают затраты на приобретение материальных активов. Во-вторых, при оценке акций компаний зарубежный фондовый рынок признает стоимость нематериальных активов (Рис.3)

Чтобы достичь конкурентного преимущества, завоевать доверие, сформировать репутацию информационно открытой и, как следствие, привлекательной для инвесторов компании необходимо учесть следующие составляющие эффективной коммуникационной политики:

1. Регулярно обновляйте информацию о финансовых результатах и операционной деятельности, предназначенную инвесторам и аналитикам.
2. Определите интересы аналитиков продающей и покупающей сторон, брокеров, портфельных менеджеров. Не выпускайте их из коммуникационной цепочки. И старайтесь не предпринимать неожиданных для них шагов.
3. На сайте компании предоставляйте тот или иной блок отчетности в реальном времени. Например, данные о ежедневном объеме продаж или выпущенной продукции. Хотя значительная часть такой информации может относиться к разряду внутренней, современным инвесторам нравится, когда компания ежедневно информирует их о результатах своей деятельности.
4. Сформируйте сильный блок по связям с общественностью и инвесторами. Руководитель такого блока должен иметь профильное образование в области коммуникаций, юриспруденции и экономики. Только глубокое знание всех этих аспектов позволит учесть все составляющие необходимые для формирования эффективной коммуникационной политики с инвесторами.
5. Помните, что СМИ в значительной степени определяют как инвесторы воспринимают публичные компании. Управление репутацией – самый важный аспект формирования восприятия компании инвесторами, акционерами, регулируемыми органами и сотрудниками. Будьте бдительны и на деле демонстрируйте свое убеждение в том, что, управление публичной компанией предполагает ответственность перед общественностью и рынком капитала.

Проведение road – шоу стало одним из основных инструментов коммуникаций с инвесторами. Чтобы оно принесло ожидаемый эффект, в виде конкретных инвестиционных решений, расскажите о стратегии и программах компании, ее сильных сторонах и конкурентных преимуществах, о руководстве и сотрудниках, о способности использовать все эти факторы для улучшения результатов ее деятельности (повышение доходов, рост чистой и валовой прибыли, генерирование дополнительных денежных потоков). Ниже перечислены факторы, которые необходимо учесть при составлении презентационных материалов и информационных меморандумов:

1. Преподнесите свою компанию, как поставщика первоклассных услуг (если это соответствует действительности), которые лучше аналогичных услуг, предлагаемых вашими конкурентами. Если вам это удалось, используйте такую позитивную репутацию как преимущество вашей торговой марки. Если ваша фирма - не самая известная в вашем сегменте, объясните, что стремитесь занять ведущее место на рынке или освоить более прибыльный участок рынка, до которого еще «не добрались» более крупные компании.
2. Продемонстрируйте, что руководство компании знает, как найти новое применение принадлежащим компании технологиям и продукции.
3. Продемонстрируйте, что компания способна освоить новые рынки, где будут востребованы имеющаяся квалификация и опыт руководства и персонала.
4. Продемонстрируйте, что компания ориентирована на международные рынки и что ее цель - использование преимуществ, предоставляемых этими рынками, для более стремительного роста компании.

Подобная информация является основой любого сообщения о вашей компании, если вы хотите найти потенциальных инвесторов; она пригодится для различных публикаций и

выступлений. Готовите ли вы презентацию корпорации или собираетесь опубликовать новый документ, поделите этот материал на три основных категории:

1. финансовая и производственная информация, обязательная для надлежащего раскрытия результатов деятельности;
2. общая концепция и миссия компании; стратегия, направление и программа ее развития, создающие содержательный фон для количественных показателей, которые вы приводите;
3. отраслевой контекст, который позиционирует вашу компанию по отношению к другим в той же отрасли так, чтобы потенциальные инвесторы смогли лучше понять перспективы вашей деятельности.

Вся информация ориентирована на управление ожиданиями инвесторов, с тем чтобы компания была адекватно оценена. Важно принимать во внимание, что институциональные инвесторы подразделяются на различные целевые группы. (Рис.4). Это важно учитывать при выстраивании коммуникационной политики. Кроме road-шоу, проводятся личные встречи с инвесторами, телефонные конференции с их участием, на которые в отдельных случаях приглашаются представители прессы. Чрезвычайно важной аудиторией для внешних коммуникаций являются аналитики различных консалтинговых и инвестиционных компаний, активное взаимодействие с которыми также способствует увеличению индекса цитируемости компании в СМИ и повышению интереса потенциальных инвесторов.

В процессе реализации коммуникационной политики решается еще одна важная задача: специалисты по связям с инвесторами служат своего рода мостом между руководством компании и участниками финансового рынка. Специалисты по связям с инвесторами должны найти способ донести суть инвестиционной программы компании в наиболее привлекательном виде, убедить инвестора сотрудничать с компанией и поддерживать его интерес к ней. Однако у них есть и другая, очень важная роль – передавать позитивную и негативную информацию, полученную на рынке, руководству компании. Такая «разведывательная деятельность» предполагает обратную связь с топ-менеджментом компании. Ее цель – предоставить информацию, о том, каково мнение инвесторов о финансовых результатах и стратегии предприятия, насколько авторитетно руководство, а также по другим вопросам, побуждающих инвесторов покупать, продавать или держать акции. Непрерывный поток структурированной информации поможет топ-менеджменту компании понять настроение рынка и оперативно принять необходимые решения. Обратная связь с широким кругом участников финансового рынка даст возможность руководителям составить полную картину текущей ситуации, не ограничиваясь мнением инсайдеров или ключевых инвесторов. Своевременные отклики участников рынка, переданные руководителям компании, играют решающую роль, а лучший канал их передачи – специалисты по связям с инвесторами.

Еще один важный аспект, который необходимо учесть при формировании коммуникационной политики, ориентированной на инвесторов – законодательное регулирование раскрытия информации. Множество нормативных актов, законов, правил каждой биржевой площадки к раскрытию информации эмитентом требуют пристального внимания со стороны специалистов по связям с инвесторами, именно поэтому руководитель блока связей с инвесторами должен обладать не только качественным образованием в области связей с общественностью, но еще и юридическим. Когда ваша компания публикует отчеты о финансовых результатах, необходимо учесть следующие рекомендации:

1. Приведите показатели, рассчитанные в соответствии с GAAP, и поясните, как они соотносятся с показателями формальной отчетности, в соответствии с

требованиями биржи, на которой проходит размещение. Это можно сделать в форме текстового пояснения или таблицы, в зависимости от степени сложности.

2. Составьте подробные, четкие определения показателей формальной отчетности и проверьте, сопоставимы ли они с показателями, используемыми другими предприятиями отрасли. Даже определение базовых показателей, например операционной прибыли, может не совпадать у различных компаний одного сектора. Компании должны понимать, чем их показатели отличаются от тех, что раскрывают конкуренты, и принять обоснованное решение – придерживаться отраслевых стандартов или вводить свои измерители. Необходимо соблюдать принцип неизменности при использовании принятых дефиниций и разъяснять их инвесторам на страницах веб-сайта и в приложениях к публикациям, посвященным финансовым результатам.
3. Включите в выпуск всю основную информацию, которая будет обсуждаться на телеконференции с аналитиками, инвесторами и журналистами. Важно включить в отчет комментарии, которые будут даны на телеконференции относительно факторов, влияющих на результаты деятельности, а также прогнозируемых результатов. При этом ориентируйтесь на соответствующие положения закона, регулирующие прогнозную отчетность.

Помимо выстраивания системы подготовки и раскрытия формальной отчетности, необходимо раскрывать качественную информацию таким образом, чтобы она влияла на решения инвесторов о покупке. Разделы годовых и квартальных отчетов, посвященные качественной информации – это инструменты, которые могут сыграть важную роль в сфере коммуникаций с инвесторами, поскольку позволяют составить цельную картину результатов деятельности компании и определяющих их факторов. Раскрытие такой информации позволяет руководству описать перспективы бизнеса, а инвесторам помогает понять, какие факторы влияют на выбор стратегии и результаты деятельности компании. К сожалению, компании не всегда используют эту возможность, и предоставляемая ими документация зачастую мало отличается от простого перечисления цифровых данных.

Многих специалистов по связям с инвесторами ведущих компаний осаждают потенциальные инвесторы с требованиями о встрече с руководством. Занимая активную позицию в управлении подобными процессами и обеспечивая непрерывный приток новых инвесторов, специалисты по связям с инвесторами могут обеспечить интерес к компании со стороны наиболее привлекательных инвесторов и при этом рационально использовать время топ-менеджмента.

Для организации активного управления информационными потоками, направленными на состав акционеров, компания должна предпринять следующие шаги:

1. Проявите, что стоит за последними финансовыми показателями. Используйте маркетинговую программу, чтобы обеспечить понимание целевой аудиторией внешних факторов и сил, влияющих на результаты деятельности вашей компании.
2. Установите несколько критериев успеха компании. Единый показатель прибыли уже не выглядит привлекательным, и инвесторы хотят дополнительные показатели, на которых можно строить анализ. Если инвесторы начнут постоянно получать расширенную информацию в дополнение к единому квартальному показателю, они лучше поймут результаты деятельности компании, что поможет укрепить их доверие и уменьшить волатильность фондового рынка.
3. Если компания переживает трудные времена, не скрывайте этого. Доступность топ-менеджмента и постоянный поток информации во время кризиса может помочь стабилизировать ситуацию и поддержать или возродить авторитет корпорации. Обычно компании поощряются или наказываются инвесторами в зависимости от поведения во время кризиса.

4. Проанализируйте, какие категории инвесторов покупают и продают ваши акции. Большинство лидирующих компаний проводит идентификацию таких категорий как минимум один раз в полгода. Наиболее эффективным представляется проведение такого исследования один раз в месяц. Понимание того, какие категории инвесторов покупают и продают акции компании, помогает специалистам по связям с инвесторами понять механизм движения цен акций и оценить, насколько эффективны коммуникационные программы, ориентированные на инвесторов.

Важный инструмент в формировании имиджа компании и ее инвестиционной привлекательности – партнерские отношения с ведущими средствами массовой информации. С целью построения эффективных коммуникаций с журналистами необходимо придерживаться следующих рекомендаций:

1. Предоставляйте журналистам общую информацию о компании и отрасли в отсутствие интересных и важных новостей. Хотя это не предусматривает серьезных заявлений, можно организовать для журналистов брифинг, встречу с руководством, ознакомительную экскурсию на предприятие. Такие мероприятия дают репортерам информацию, которая позволяет точно оценивать компанию и критически подходить к слухам, распространяемым вашими недоброжелателями.

2. Заранее установите дружеские отношения с представителями СМИ. Хотя длительная деловая встреча с журналистом еще не гарантия положительной репутации компании, но наличие таких взаимоотношений предоставляет вашей компании возможность объективно освещать взгляды и позиции.

3. Готовьтесь к встречам с прессой заранее. Глубокое знание специалистами по связям с инвесторами деловой и финансовой специфики необходимо для эффективного общения с прессой. В свою очередь, сведения о ситуации на рынке, собранные вашим департаментом по связям с инвесторами, могут помочь журналистам подготовиться к восприятию потенциально сложных тем, а также продумать вопросы, ответы на которые позволят вам представить компанию в максимально выгодном свете.

Говоря о целях компании, убедитесь, что они достижимы. Никогда не забывайте, что финансовые результаты – это цифры, которые всегда можно посчитать, поэтому не подвергайте риску самый главный актив вашей компании - репутацию.

С ужесточением регулирования у компаний практически не остается права на ошибку.

Расходы на соблюдение стандартов раскрытия информации значительно возросли, поскольку компаниям приходится осваивать новые правила и инструкции.

Сегодня инвесторы менее терпимы к двусмысленным или устаревшим данным при публичном раскрытии информации. В век «мгновенной прозрачности» любой мелкий промах может обернуться серьезным падением. Помните, что раскрытая информация тщательно анализируется инвесторами. Вследствие этого повышаются требования к специалистам по связям с инвесторами, так как от точности предоставляемых данных и качества коммуникаций зависит степень уязвимости компании. Необходимо излагать информацию ясно и быстро – и в том случае, когда вы ее впервые публикуете, и при устном изложении. Специалисты по связям с инвесторами должны не только сообщать, что у компании хорошие перспективы (если это действительно так), но и научиться убеждать инвесторов и финансовые СМИ, что должную практику корпоративного управления и надлежащее раскрытие информации компания считает приоритетами.

Топ-менеджмент компании должен знать, что сегодня для инвесторов приемлемы только высокие стандарты корпоративного управления и раскрытия информации. Инвесторы ждут от эмитентов сильных аудиторских комитетов, добропорядочных и надежных независимых советов директоров и консервативной учетной политики. Система всех этих

факторов чрезвычайно важна для эффективных коммуникаций с инвесторами и останется таковой в обозримом будущем.

Любая публичная компания несет обязательства перед своими акционерами и рынками капитала постоянно быть максимально открытой и предоставлять важную информацию. В долгосрочной перспективе такой подход приводит к увеличению прибыли акционеров компании: чем больше рынок доверяет публичной компании, тем выше стоимость ее акций.

Рис.1. «Синдром айсберга». Структура коммуникационной стратегии.



Рис.2. Основные блоки информации, ориентированные на инвесторов.

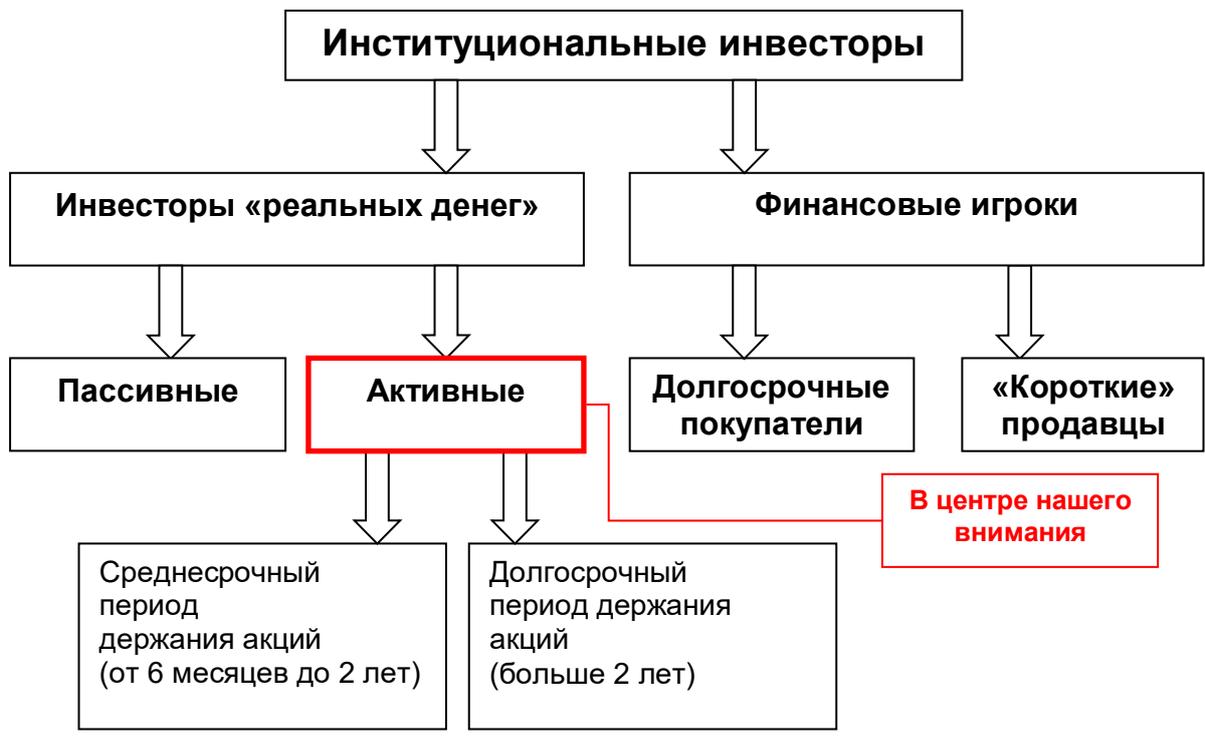


Рис.3. Типовая структура стоимости западных компаний на фондовом рынке.

Стоимость западных компаний



Рис.4. Целевые группы инвесторов.



11. Коммуникативные средства взаимодействия с инвесторами

1. Модель корпоративной отчетности Value Reporting.
PriceWaterhouseCoopers, партнер
2. Эмитенты ценных бумаг: раскрытие информации и корпоративное поведение
Герасимов А.В., начальник информационно-аналитического управления ММВБ
Гутарева Е.Ю., ведущий специалист информационно-аналитического управления ММВБ
3. Социальное партнерство
Л.А. Плотницына, д.э.н., профессор, заместитель заведующего кафедрой Финансовой академии при Правительстве РФ,
В.А. Бычков, вице-президент ОАО «Альфа-банк», к.т.н.
4. Учет прав собственности акционеров
Ю.М. Цыгалов, к.т.н., доцент, ведущий специалист управления интеграционной политики ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»,
М.М. Пухова, к.э.н. к.э.н., старший преподаватель кафедры Финансовой академии при Правительстве РФ
5. Корпоративное управление в системе управления стоимостью
А.Ю.Жданов, Руководитель аппарата генерального директора ОАО «ГМК «Норильский никель», к.э.н.
6. Пути развития корпоративного управления
А.Г. Хлопонин, губернатор Красноярского края
И.Ю. Беляева, д.э.н., профессор, заведующая кафедрой Финансовой академии при Правительстве РФ, председатель Подкомитета по антикризисному управлению, банкротству и корпоративному развитию ТПП РФ,
7. Технологии Investor Relations в создании и повышении стоимости бизнеса
Светлана Шаипова, Начальник управления по связям с общественностью "Финансовая корпорация Открытие"

Поведенческие финансы: учет иррациональности при принятии корпоративных решений

*аксиомы полноты и транзитивности
аномалии рынка капитала
рациональный человек
поведенческая экономика (behavioral economics)*

В современном мире участники экономических отношений сталкиваются с широким кругом задач: оценить прибыльность актива, рассчитать стоимость финансового инструмента, найти инвестиционно-привлекательный проект, выявить и оценить риски, выбрать оптимальную стратегию инвестирования, разработать программу по повышению стоимости компании и многое другое. В решении всех этих задач на помощь человеку приходит неоклассическая теория финансов, или, как ее еще называют, современные финансы. В рамках неоклассической теории финансов разработано множество моделей и теорий, позволяющих менеджерам, инвесторам и другим экономическим агентам справляться с решением различных задач. Все, чем руководствуются сегодня практики - модель ценообразования на рынке долгосрочных активов (САРМ), портфельная теория Марковица, теория эффективных рынков, модель дисконтируемых денежных потоков, теория структуры капитала, модель Блэка-Шоулза и многое другое – творение рук неоклассиков. Ими было возведено огромное здание, которое потеснило другие школы экономической мысли.

Еще недавно, в 60–70-х годах двадцатого века, здание *неоклассической теории финансов* многим казалось непоколебимым и безупречным. Однако в 80-е годы стали появляться эмпирические исследования, подрывающие авторитет и безупречность неоклассической теории финансов. Исследования показывали, что теория, увы, не подтверждается практикой, а практику невозможно объяснить с точки зрения теории. Дрогнула гипотеза эффективного рынка, которая, по словам Майкла Дженсена, выдающегося экономиста-неоклассика, «соответствовала реальности как ни одна другая теория». Все больше и больше появлялось доказательств, что вопреки гипотезе эффективного рынка цены активов не отражают всю доступную информацию и не соответствуют справедливой стоимости.

Модель САРМ, столь популярный инструмент в арсенале менеджеров и инвесторов, тоже стала вызывать сильные сомнения. Предыдущие исследования эмпирической состоятельности модели говорили в ее пользу: модель адекватно отражала реалии фондового рынка. Однако в 80-е и 90-е годы исследователи занялись изучением рынка под другим углом зрения: они провели «пространственный» (cross-sectional) анализ эмпирической состоятельности САРМ, т.е. протестировали показатели модели на основании данных по нескольким активам по состоянию на одну и ту же дату. В результате такого анализа был обнаружен целый ряд явлений, не объяснимых в рамках модели САРМ (впрочем, как и в рамках других неоклассических моделей и теорий) и названных в связи с этим *«аномалиями»*. Эффект размера (size effect)¹, сверхреакция (overreaction)², эффект объявления финансовых результатов (post-earnings announcement drift)³, возможность предсказывать доходность на основании «ценовых» соотношений⁴, загадка премии за риск (the equity premium puzzle)⁵, загадка волатильности (volatility

¹ Banz (1981), "The Relation between Return and Market Value of Common Stocks"; Fama and French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns".

² DeBondt and Thaler (1985), "Does the Stock Market Overreact?".

³ Fama and French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns".

⁴ Bernard and Thomas (1989), "Post-earnings Announcement Drift: Delayed Price Response of Risk Premium?"

⁵ Mehra and Prescott (1985), "The Equity Premium: A Puzzle".

puzzle)⁶ - вот далеко не полный перечень аномалий, опровергающих эмпирическую состоятельность модели CAPM. (Рис. 1, 2)

Так, кирпичики некогда стройного здания один за другим расшатывались. Приверженцы неоклассической теории реагировали на это по-разному: кто заявлял, что выявленные аномалии – это иллюзия, результат манипулирования статистическими данными или случайное совпадение, и не стоит обращать на это никакого внимания; кто разводил руками и говорил: «А что вы хотите? Это же теория!...»; некоторые же делали попытки по спасению здания неоклассической теории и старательно укрепляли его стены. Они модифицировали модели, вводили в них новые объясняющие факторы, стремясь «подогнать» их под эмпирические данные. Так были созданы трехфакторная модель Фамы-Френча⁷, четырехфакторная модель Кархарта⁸, односторонняя модель ценообразования на долгосрочные активы Эстрады, или D-CAPM⁹. Однако все усилия были тщетны – созданные модели объясняли один эффект, но терпели фиаско при тестировании на другой эффект. Здание давало трещины то тут, то там и его уже нельзя было спасти простой штукатуркой или драпировкой, т.к. причина лежала в основании всего здания. Дело в том, что в качестве отправной точки всех неоклассических моделей и теорий берется положение о рациональности человека, которое и оказалось неверным. Согласно концепции рационального человека, индивид:

- во-первых, осуществляет *выбор* рационально (теория рационального выбора);
- и, во вторых, формирует *ожидания* рационально (теория рациональных ожиданий).

Итак, как должен действовать человек, чтобы его выбор был рациональным с точки зрения неоклассической теории?

Во-первых, человек должен сравнить *все* доступные ему альтернативы и расставить между ними приоритеты, причем так, чтобы выявленные предпочтения не противоречили друг другу (**аксиомы полноты и транзитивности**). Применительно к инвестору, действующему на фондовом рынке, эти аксиомы означают следующее: инвестор должен рассмотреть все доступные ему альтернативы вложения средств, т.е. все ценные бумаги, обращающиеся на рынке (что уже немало), и сделать сравнительный анализ, на основании которого сделать выбор. Тогда он будет рациональным.

Во-вторых, на протяжении всей своей жизни человек должен сохранять свои предпочтения (**аксиома согласованности предпочтений во времени**). То есть если на сегодняшний день инвестор предпочитает высокорисковые бумаги в качестве объекта для вложений, то завтра, и послезавтра, и много лет спустя - несмотря ни на что, ни на какие дефолты и кризисы, - он будет по-прежнему предпочитать высокорисковые бумаги.

В-третьих, если выбор осуществляется в условиях риска (т.е. когда возможно несколько вариантов развития события, и вы можете оценить вероятность наступления каждого из них), то индивид выбирает наилучшую альтернативу с точки зрения ожидаемой полезности (принцип максимизации ожидаемой полезности). Наибольшую известность и применение в теоретических построениях получила *Теория ожидаемой полезности* фон Неймана и Моргенштерна¹⁰. Согласно этой теории, индивид рассчитывает ожидаемую полезность каждой альтернативы как сумму возможных исходов, взвешенных по вероятностям наступления каждого исхода, и выбирает ту альтернативу, которая характеризуется наибольшей ожидаемой полезностью. В случае события с двумя вариантами исхода расчет ожидаемой полезности осуществляется по формуле:

$$E(U) = p \cdot x + (1 - p) \cdot y,$$

где x и y – возможные исходы, а p и $(1-p)$ – вероятности их наступления.

⁶ Benartzi and Thaler (1995), “Myopic Loss Aversion and The Equity Premium Puzzle”.

⁷ Fama and French (1996), “Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies”.

⁸ Carhart (1997), “On Persistence in Mutual Fund Performance”.

⁹ Estrada (2005), “Mean-semivariance Behavior: Downside Risk and Capital Asset Pricing”.

¹⁰ Von Neumann, J., and O. Morgenstern (1947), *Theory of Games and Economic Behavior*.

При этом делаются предпосылки относительно осведомленности и возможностях человека, а именно:

- Человек располагает полной и точной информацией относительно того, что произойдет в случае принятия того или иного решения, или же, что по сути эквивалентно, индивид знает достоверное распределение вероятностей, описывающее что произойдет при том или ином выборе.
- Человек осведомлен обо всех возможных вариантах выбора.
- У человека есть время и возможность оценить и взвесить каждый вариант.

И, наконец, последний компонент в концепции рационального человека – рациональные ожидания, то есть то, как рациональный индивид делает прогнозы относительно будущих событий.

1. формируя свои ожидания относительно будущего, индивид использует *всю* доступную информацию. То есть, предполагается, что инвестор, делая прогноз динамики стоимости той или иной акции, должен изучить финансовый отчет компании (притом не за один год), прессу на предмет официальных заявлений руководства интересующей компании, а также ее информацию о конкурентах и аналитические отчеты экспертов относительно развития отрасли, экономики.

2. оценивая вероятность наступления того или иного исхода, индивид пользуется правилом Байеса, опять учитывая *всю* информацию.

Итак, перед нами человек со сверхмощным компьютером в голове, в котором почти мгновенно обрабатываются огромные массивы данных и строятся распределения вероятностей для интересующих событий. У него нет эмоций – он не выбирает что-то «просто потому, что так захотелось», не руководствуется в выборе интуицией, опытом или советами друзей. Он опирается только на объективные данные, сам их анализирует и максимизирует ожидаемую полезность. Он «дружит» с теорией вероятностей и применить формулу Байеса на практике, то есть там, где не задано точных вероятностей и очень многие события оказываются взаимосвязанными между собой, для него не составляет труда. Таким является рациональный человек. Вряд ли стоит говорить, что представленный образ мало соответствует реальному человеку.

Как же на самом деле принимает решения человек? Как он осуществляет выбор и формирует ожидания? Этими вопросами задались ученые-психологи. Канеман и Тверски¹¹ первыми выявили и описали ряд особенностей, которые противоречат основам рационального выбора и ожиданий. (Рис. 3)

Проведя множество экспериментов и собрав внушительную базу данных, характеризующих процесс принятия человеком решений, психологи обнаружили, что люди не просто ведут себя иррационально, они ведут себя *одинаково* иррационально. Отклонения от рационального поведения проявляются *систематически*. Это происходит потому, что существуют некоторые специфические особенности мышления человека, в соответствии с которыми он воспринимает информацию и принимает решения. (Рис. 4, 5, 6). Эти особенности формируют определенную реакцию - иррациональную, но вместе с тем предсказуемую. А это значит, что такое поведение можно моделировать.

Однако вернемся к отклонениям от рационального поведения. Здесь важно отметить, что в основе этих отклонений лежат базовые психологические механизмы, связанные с особенностями восприятия, внимания, памяти и эмоций. Все эти особенности сформировались в ходе процесса эволюции и играли важную, а порой и решающую роль в выживании человека. За тысячелетия у людей сформировались и закрепились определенные шаблоны поведения и реакций, которые помогали достаточно быстро, без лишних раздумий, принимать «правильные» решения. Современная среда с ее сложной структурой финансовых рынков и корпоративных отношений разительно отличается от

¹¹ Kahneman and Tversky (1974), “Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases”; Kahneman and Tversky (1979), “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”.

тех условий, в которых приходилось выживать нашим предкам. Здесь уже нужны не столько быстрота, зоркость, ловкость и т.д., сколько аналитические способности и абстрактное мышление. Таким образом, за короткий срок условия существенно изменились, а особенности восприятия, внимания, памяти и эмоций остались прежними. Дело в том, что за эти особенности отвечают подкорковые структуры мозга, которые являются более древними с точки зрения эволюции. Поэтому данные особенности очень устойчивы и слабо контролируемы - в отличие от абстрактного мышления и аналитических способностей, за которые отвечают определенные отделы коры головного мозга, которая является более молодой структурой. Соответственно, изменить устойчивые реакции человека, отучить его совершать нерациональные с точки зрения экономической теории поступки и избавить его, таким образом, от отклонений невозможно. Остается только понять, каковы эти отклонения, в каких ситуациях они проявляются, и какие последствия могут иметь.

В свете данных открытий, некоторой части экономистов стало очевидно, что реанимировать неоклассическую теорию финансов бесполезно, и они предприняли попытку разработать новую концепцию человека, учитывающую выявленные психологами отклонения. Так возникло новое направление в экономической мысли – поведенческие финансы. В сущности, появление поведенческой парадигмы в финансах - это возрождение традиций классиков, таких как Адам Смит, Джереми Бентам, которые не игнорировали факт несовершенства человеческой природы. С приходом неоклассической экономики психология была потеснена концепцией рационального агента, рассмотренной выше, а к середине 20 века и вовсе исчезла из теоретических построений. Ряд факторов способствовал возвращению психологии из незаслуженного забвения и это, в свою очередь, стало началом развития *поведенческой экономики (behavioral economics)*.

Поведенческие финансы сформировались в начале 90-х годов двадцатого века, и на сегодняшний день это самое молодое направление в экономике. За время своего существования она успела накопить эмпирическую базу, отстоять в ожесточенных боях с апологетами неоклассической теории статус науки, заслужить высшую степень признания экономического сообщества – Нобелевскую премию¹², и сделать первые шаги в разработке поведенческих теорий и моделей. Наиболее проработанными областями поведенческих финансов, в которых экономисты достигли несомненных успехов, являются психология индивида и рынки капитала. Корпоративные финансы стали объектом исследований совсем недавно, около десяти лет назад, и потому еще не достигли значимых успехов. То же касается и управления стоимостью компании: здесь сделаны первые шаги, однако пока не выстроена цельная концепция. Поведенческий подход в управлении стоимостью компании рассматривает всю систему отношений компании, от которых зависит создание или разрушение ее стоимости. Данная концепция учитывает поведенческие особенности всех ключевых участников процесса образования стоимости компании – менеджеров, кредиторов, партнеров, инвесторов, аналитиков, клиентов. Такой подход позволяет не только минимизировать негативное влияние этих особенностей на стоимость, но и использовать их во благо компании.

Итак, весь экономический инструментарий, используемый сегодня практиками, разработан в рамках неоклассической теории финансов.

Эмпирические исследования показывают, что многие модели и теории, созданные неоклассиками (в том числе CAPM, гипотеза эффективных рынков, портфельная теория Марковица, модель дисконтируемых денежных потоков, модель Блэка-Шоулза и многие другие), не соответствуют реальности – они не могут ни предсказать ее, ни объяснить последствием.

¹² В 2002 году Нобелевской премией был награжден Даниэль Канеман, один из основоположников поведенческих финансов.

Причина эмпирической несостоятельности неоклассических моделей и теорий заключается в том, что все они основываются на предположении о рациональности человека.

Концепция рационального человека накладывает жесткие и нереалистичные условия на то, как человек должен осуществлять свой выбор и формировать ожидания. Экспериментальные исследования психологии принятия решений показали, что человек систематически нарушает положения данной концепции, в результате чего его поведение отклоняется от рационального.

Люди не просто ведут себя иррационально – они ведут себя одинаково иррационально. Таким образом, существуют определенные формы иррационального поведения, которые играют важную роль при принятии решений.

В основе выявленных систематических ошибок лежат базовые психологические механизмы, связанные с особенностями восприятия, внимания, памяти и эмоций. Эти особенности сформировались у человека в процессе эволюции и помогали ему выживать сотни и тысячи лет назад. Ввиду специфики эволюционного процесса и структуры головного мозга человека, данные особенности устойчивы и трудно контролируемы. Поэтому отучить человека совершать иррациональные с точки зрения неоклассической теории поступки и избавить его от отклонений невозможно.

Поведенческие финансы – новое направление в экономической мысли, которое в отличие от неоклассической теории финансов признает иррациональность индивида и учитывает его поведенческие особенности при изучении и моделировании экономических процессов. Поведенческий подход в управлении стоимостью компании учитывает поведенческие особенности всех ключевых участников процесса образования стоимости компании – менеджеров, кредиторов, партнеров, инвесторов, аналитиков, клиентов, и позволяет не только минимизировать негативное влияние этих особенностей на стоимость, но и использовать их во благо компании.

Рис. 1 Эмпирическая несостоятельность модели CAPM (1)

- Сверхреакция (Overreaction)

На основании информации о доходностях акций были сформированы два портфеля: «лучшие» (верхний дециль за 3 года) и «худшие» (нижний дециль за 3 года).

Оказалось, что в последующие 3 года «лучшие» начинают проигрывать «худшим», а также рынку.

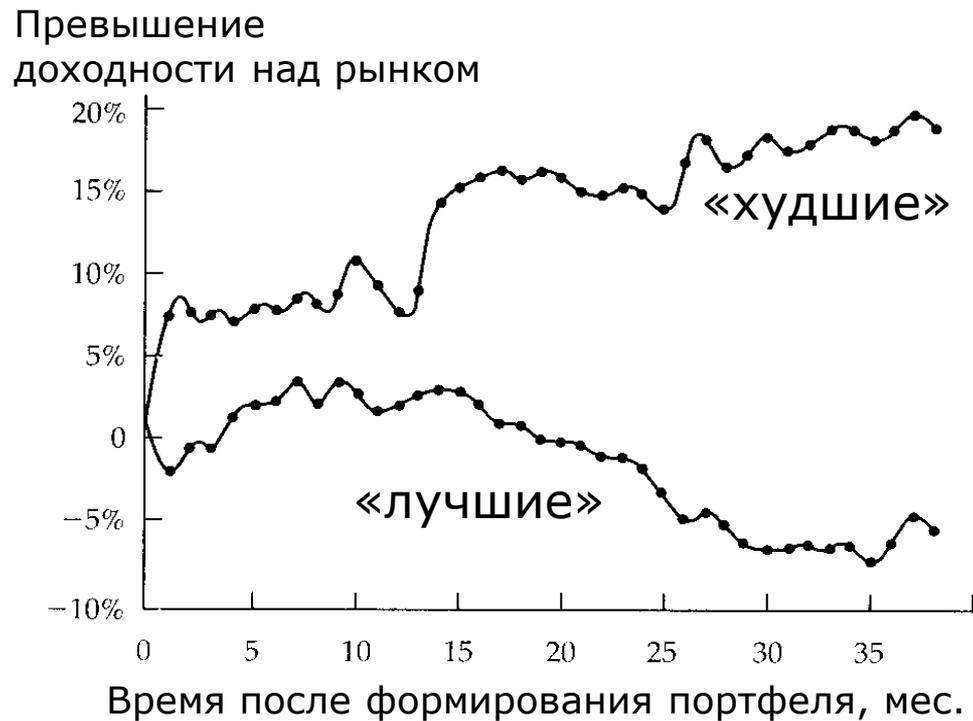


Рис. 2 Эмпирическая несостоятельность CAPM (2)

- **Эффект размера (*size effect*):**

Средняя доходность компаний с наименьшей капитализацией по рынку (нижний дециль) на 0.74% в месяц выше доходности самых крупных компаний (верхний дециль).

Противоречие CAPM: при такой разнице в уровне риска компаний слишком большой (для CAPM) разрыв в доходностях.

- **«Ценовые» соотношения и доходности:**

«акции стоимости» несоразмерно доходнее «акций роста», при том что «акции стоимости» менее рискованные, чем «акции роста» =>

Противоречие CAPM: обратная зависимость между доходностью и риском.

- **Эффект дрифта после объявления финансовых результатов (*post-earnings announcement drift*):**

рынок линейно реагирует на новости, т.е. после «+» новостей компания долго переигрывает рынок, а после «-» новостей долго проигрывает.

Рис. 3. Образ экономического агента: теория и реальность

Неоклассическая теория	Реальность
<p>Человек ОБЪЕКТИВНО учитывает ВСЮ доступную информацию для принятия решения.</p>	<p>Человек НЕобъективно учитывает информацию (<i>эффект якоря, чрезмерная самоуверенность, контекстное восприятие</i>), а также НЕобъективно воспринимает вероятность (<i>репрезентативность, чрезмерная самоуверенность</i>) и величины исходов (<i>неприятие потерь</i>)</p> <p>Человек учитывает НЕ ВСЮ имеющуюся у него и уместную информацию (<i>эффект якоря, чрезмерная самоуверенность, контекстное восприятие</i>)</p>
<p>С поступлением новой информации индивид тут же соответствующим образом корректирует свои ожидания.</p>	<p>Информация может учитываться или НЕ учитываться - в зависимости от:</p> <ul style="list-style-type: none"> источника (<i>чрезмерная самоуверенность</i>), эмоциональной окраски (<i>доступность</i>) и соответствия информации с внутренними убеждениями индивида (<i>устойчивость мнения</i>)
<p>Индивид корректирует свои ожидания в соответствии с формулой Байеса.</p>	<p>Индивид при корректировке ожиданий НЕПРАВИЛЬНО пользуется формулой Байеса (<i>репрезентативность</i>)</p>
<p>Индивид не приемлет риск.</p>	<p>Индивид не приемлет риск, когда речь идет о выигрышах, однако когда речь идет о проигрышах, он ПРЕДПОЧИТАЕТ риск (<i>неприятие риска</i>)</p>

Рис. 4. Поведенческие особенности и ошибки, которые они вызывают (1)

- **Чрезмерная самоуверенность (*Overconfidence*):**
Узкие доверительные интервалы + Искаженное восприятие вероятностей.
Проявление: недооценка вероятности плохого сценария, смещенный прогноз денежных потоков, недооценка рисков и т.д.
Результат – принятие слишком рискованного и, возможно, неприбыльного инвестиционного проекта.
- **Оптимизм и вера в желаемое (*Optimism & Wishful thinking*):**
Оценка своих способностей и возможностей выше среднего.
Проявление: реализация сомнительного проекта или сделки по слиянию / поглощению в надежде на свои выдающиеся управленческие способности.

Рис. 5 Поведенческие особенности и ошибки, которые они вызывают (2)

- **Репрезентативность (*representativeness*):**
Стереотипное мышление, неправильное применение формулы Байеса, нечувствительность к размеру выборки: люди считают, что малая выборка так же репрезентативна, как и генеральная совокупность и потому переносят закономерности генеральной совокупности на малую выборку («закон малых чисел») или по 3-4 событиям выводят закономерность.
- **Устойчивость мнений (*belief perseverance*):**
Люди не стремятся искать информацию, противоречащую их представлениям, а к обнаруженной (случайно) такой информации относятся предвзято или неверно ее интерпретируют, так чтобы она подтверждала их мнение (*confirmation bias*).
В результате: негибкость агента - он не корректирует свои ожидания и прогнозы, что может приводить к ошибкам.

Рис. 6 Поведенческие особенности и ошибки, которые они вызывают (3)

- **Доступность (*Availability biases*):**

Большой вес придается эмоционально окрашенной информации (например, авиакатастрофа или катастрофический проигрыш друга на бирже) → В результате человек переоценивает вероятность наступления события, поразившего его, и с учетом этого принимать решения (никогда не летать самолетами и не играть на бирже).

- **Эффект якоря (*Anchoring*):**

При формировании ожиданий, люди ориентируются на внешние оценки – мнение аналитиков, прогноз менеджмента, предыдущая величина (рейтинга) и т.д.

- **Неприятие потерь (*Loss aversion*):**

Люди предпочитают не рисковать, когда речь идет о прибылях, и склонны идти на риск, когда дело касается убытков.

- **Эффект потраченных средств (*Sunk costs effect*):**

Потратив ресурсы на какой-либо проект, люди неохотно выходят из него, даже при его очевидной убыточности.

Поведенческие особенности принятия решений менеджерами и их влияние на управление стоимостью компании

поведенческие особенности принятия решений

чрезмерная самоуверенность

оптимизм и вера в желаемое

иллюзия контроля

подсознательная бухгалтерия

эффект якоря

принятие решений в группах

Менеджеры разного уровня принимают непосредственное участие в процессе управления стоимостью компании. Они разрабатывают стратегии развития бизнеса, которые призваны преумножить стоимость компании, анализируют деятельность компании и выявляют факторы создания стоимости. С той же целью они отыскивают выгодные для компании инвестиционные возможности и принимают множество других ключевых решений, влияющих на стоимость компании. Случается, что решения, принимаемые менеджментом компании, являются неэффективными с точки зрения стоимости. Одна из причин – превалирование личных интересов, противоречащих интересам акционеров. Подобное оппортунистическое поведение менеджеров, а также конфликт интересов агентов и принципалов подробно рассмотрены в агентских теориях¹, которые входят во многие классические учебники корпоративных финансов.

Нас же больше интересует неумышленное принятие неэффективных решений, то есть случаи, когда менеджер чистосердечно полагает, что проекты и решения, предлагаемые им, будут успешны и принесут акционерам прибавку в стоимости. Как ни удивительно, но порой управленцы, несмотря на свой опыт и глубокие знания, допускают ошибки, которые могут иметь разрушительные последствия для компании. Причиной этих ошибок является не рассеянность или глупость менеджера, а поведенческие особенности, которые присущи всем людям. Именно они могут приводить к тому, что менеджер, сам того не желая, принимает решения, разрушающие стоимость компании. Важно отметить, что в основе указанных поведенческих особенностей лежат базовые психологические механизмы, сформированные тысячелетия назад и закрепляемые на протяжении истории человечества. Поэтому отучить человека и избавить его от такого рода «ошибок» невозможно. Остается только принять это как данность и понять, каковы основные отклонения, в каких ситуациях они проявляются, и какие последствия могут иметь, чтобы иметь возможность их предотвратить.

Чрезмерная самоуверенность. Суть данного отклонения заключается в том, что люди излишне уверены в верности своих суждений и оценок. Во-первых, интервалы, которые устанавливаются людьми для своих оценок каких-либо неизвестных величин, очень узки. К примеру, согласно исследованиям, в 40 % случаев интервальный прогноз оказывается ошибочен². Во-вторых, люди плохо приспособлены к оцениванию вероятностей наступления того или иного события: события, которые, по их мнению, произойдут наверняка (т.е. почти со 100%-ной вероятностью), случаются только в 80% случаев; а события, объективная вероятность наступления которых составляет 20%, представляются человеку почти невероятными³. (Рисунок 1).

¹ Jensen and Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Capital Structure”; Jensen (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”.

² Alpert and Raiffa (1982), “A Progress Report on the Training of Probability Assessors”.

³ Fischhoff, Slovic and Lichtenstein (1977), “Knowing With Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence”.

Чрезмерная самоуверенность сильно проявляется в тех случаях, когда люди сталкиваются с решением сложных задач – с большой степенью неопределенности, большим количеством факторов и поздней и неоднозначной обратной связью. Пример такой задачи – оценка эффективности инвестиционного проекта. При анализе проекта менеджеры должны рассмотреть различные сценарии развития событий, учесть влияние различных факторов, оценить уровень риска, спрогнозировать денежные потоки на каждом этапе проекта и т.д. При этом на каждом этапе анализа менеджеры могут проявить самоуверенность – недооценить вероятность плохого сценария, недооценить риски, составить смещенный прогноз и... принять рискованный и, возможно, неприбыльный проект. И, главное, что обратную связь – правильно ли они все учли и рассчитали – они получают только по завершению проекта.

Данное отклонение очень мощное – его эффект наблюдался исследователями на многих выборках, в том числе и на выборках, состоявших исключительно из менеджеров⁴. Кроме того, если в самом начале своей карьеры менеджер не проявляет чрезмерной уверенности, есть большая вероятность, что вскоре он ее приобретет. Дело в том, что благодаря еще одной особенности человеческого восприятия, люди склонны считать любые успехи результатом своих усилий и талантов, тогда как неудачи – результатом невезения, а не собственных ошибочных действий (так называемый *self-attribution bias*). В результате, по прошествии времени у человека укрепляется мнение, что он чрезвычайно талантлив, что в свою очередь питает его уверенность в себе. И чем успешнее менеджер, тем он скорее станет чрезмерно уверенным⁵.

Оптимизм и вера в желаемое. Это отклонение близко по своему проявлению к чрезмерной уверенности. Оно состоит в том, что люди склонны оптимистично считать свои способности выше средних. Можно задать простой вопрос группе знакомых людей, скажем, коллег по работе: «Как Вы оцениваете свои способности водить машину по сравнению со своими коллегами?». Парадоксально, но почти каждый ответит: «Выше среднего». Так, люди делают оценки и формируют ожидания, смещенные в сторону желаемого исхода. В частности, менеджеры переоценивают свои возможности и прогнозируют, к примеру, что они смогут завершить проект гораздо раньше, чем это произойдет (и объективно *может* произойти) на самом деле. Они искренне верят, что предложенный ими проект – просто находка, и он позволит сильно увеличить стоимость компании, хотя при более трезвом подходе проект может оказаться вовсе не столь успешным, а даже наоборот. Очень часто менеджеры решают осуществить слияние и поглощение с компанией, которая недооценивается рынком, поскольку полагают, что компания перспективная и единственное, чего не хватает для ее процветания – это их выдающихся управленческих талантов. А недооценивается компания потому, что ее нынешние управляющие недостаточно хороши, конечно же, хуже менеджеров. В итоге менеджеры приобретают компанию, и на поверку она вполне может оказаться проблемным активом, который только благодаря талантам ее управляющих (уже бывших) держался наплаву⁶.

Иллюзия контроля. Данное отклонение выражается в том, что люди склонны переоценивать благоприятный исход события, если они могут на него повлиять. У них создается иллюзия, что раз ход события находится под их контролем, значит, все произойдет наилучшим образом. Чем больше человек уверен в своих способностях (а как

⁴ См., в частности, Larwood, L., and W. Whittaker (1977), "Managerial myopia: self-serving biases in organizational planning", *Journal of Applied Psychology*, 62, pp. 194-198; March, J., and Z. Shapira (1987), "Managerial perspectives on risk and risk taking", *Management Science*, 33, pp. 1404-18; Ben-David, I. (2004), "Optimism in managerial forecasts and plans", University of Chicago working paper.

⁵ Этот процесс в динамике исследован и показан в статье Gervais, S., and T. Odean (2001), "Learning to be overconfident", *Review of Financial Studies* 14, 1-27.

⁶ Malmendier U., and G. Tate (2004), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market Reaction", Working Paper; Doukas, J. and D. Petmezas (2006), "Acquisitions, Overconfident Managers and Self-Attribution Bias", *European Financial Management Journal*, forthcoming.

мы уже говорили, менеджеры со стажем в большинстве своем попадают в эту категорию), тем сильнее для него проявляется иллюзия контроля.

Подсознательная бухгалтерия. Человек часто сталкивается с процессами, которые состоят из нескольких или более подпроцессов. В таких ситуациях он рассматривает эти подпроцессы по отдельности и оценивает их по-разному. Хотя все они равнозначны, составляют единое целое, и их следовало бы рассматривать в совокупности. Человек мысленно как будто создает отдельные счета, по которым раскладывает составляющие процесса. При этом счета различаются по важности, по ценности, которую человек присваивает объектам, лежащим на счете. Эта особенность оказывает существенное влияние на решения, принимаемые человеком в таких ситуациях. Проиллюстрируем данный эффект на примере из жизни компании.

Представьте, что в один прекрасный день становится известно, что судебный процесс, тянувшийся несколько лет, наконец-то разрешился в пользу Вашей компании. На счет компании поступает довольно приличная сумма иска, которую никто уже, разумеется, не рассчитывал получить. Как управляющие будут относиться к этим деньгам? Так же, как к другим деньгам, заработанным тяжелым каждодневным трудом? Маловероятно, как показывает практика⁷. Сумма иска воспринимается как неожиданная удача (подобно выигрышу в казино или наследству богатой тетушки), и мысленно сумма помещается на счет «легкие деньги». Отношение к легким деньгам такое же легкое – их можно без зазрения совести «прокутить»: внепланово устроить грандиозную корпоративную вечеринку, наградить все руководство бонусами, или же принять очень рискованный проект. Совсем другое отношение к операционным доходам компании – они лежат на счету «трудные деньги акционеров». Поэтому в отличие от «легких денег» они тратятся гораздо более эффективно, обдуманно и по большей части на поддержание и развитие бизнеса. А между тем, все деньги по своей сути абсолютно одинаковы и имеют одинаковую экономическую ценность.

Эффект якоря. Часто человек вынужден оценить какое-то явление в условиях неопределенности – это может быть цена акций в недалеком будущем, величина денежных потоков и т.д. Сама ситуация неопределенности некомфортна для человека, и он стремится свести неопределенность к минимуму. В этих целях он ищет некий ориентир, который бы дал примерное представление об оцениваемой величине. Это может быть мнение авторитетного аналитика, или прогноз менеджмента компании, или какая-то другая информация. Теперь при формировании своих ожиданий человек ориентируется на эту величину, она как якорь, к которому привязаны его оценки. В экономике якорь порой играет негативную роль: менеджеры, аналитики, специалисты по оценке стоимости бизнеса, аудиторы и другие экономические агенты должны строить свои оценки на основе объективного, независимого анализа или экспертного суждения. А подобные якоря смещают и искажают оценку. Приведем пример. Специалист рейтингового агентства периодически проводит оценку эмитента на предмет его способности и готовности своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства. Если мы говорим о корпоративных эмитентах, то процедура оценивания включает в себя анализ характеристик бизнеса (рынок, конкурентная позиция, менеджмент, стратегия), а также финансового профиля (финансовая политика, прибыльность, структура капитала, показатели денежных потоков, финансовая гибкость). На основе проведенного анализа эмитенту присваивается новый кредитный рейтинг – с учетом всех новых обстоятельств. Основной преградой на пути к объективному рейтингу стоит предыдущее значение рейтинга – он является якорем, на который аналитик неосознанно ориентируется. Действие якоря достаточно сильно, так что даже в случае значительного ухудшения финансовых и деловых характеристик эмитента, новый рейтинг может не отражать

⁷ Thaler, R. (1999), “Mental accounting matters,” in D. Kahneman and A. Tversky, eds., *Choice, Values and Frames*, Cambridge: Russell Sage Foundation.

истинного положения вещей – он будет сильно смещен к предыдущему значению рейтинга.

Неприятие потерь. Эмпирические исследования⁸ выявили интересную особенность поведения человека в ситуации риска. Представьте, что Вы находитесь перед выбором: сыграть в лотерею, в которой Вы получаете либо \$1000, либо ничего (шансы на выигрыш десять из ста), или Вы можете не рисковать и гарантированно получить \$90. Если Вы среднестатистический человек, то предпочтете гарантированный выигрыш (хотя это нерационально с точки зрения неоклассической теории рационального выбора⁹). Если же Вам предложат те же альтернативы, но уже в терминах проигрыша, т.е. Вы либо теряете \$1000 с вероятностью 0.1, либо теряете \$90, но наверняка. То тут люди предпочитают рискнуть, им не хочется гарантированно терять деньги. Они предпочитают рискнуть – вдруг повезет? В этом и состоит суть неприятия потерь: люди предпочитают не рисковать, когда речь идет о прибылях, и склонны идти на риск, когда дело касается убытков. (Рисунок 2).

Эффект потраченных средств. Данный эффект заключается в том, что начав что-то делать и затратив на это какое-то количество ресурсов (сил, времени, денег), человеку хочется довести начатое дело до конца. Ему психологически сложно и некомфортно досрочно завершать начатый проект. Даже если уже ясно, что данный проект не перспективен и не оправдывает затраченных на него средств, и уж тем более не оправдывает средств, которые придется потратить, если не остановить его сейчас. Человеку просто жалко потраченных ресурсов, которые в случае ликвидации проекта, окажутся бессмысленными, выброшенными на ветер. Именно потраченные средства удерживают человека от здравого решения оставить это гиблое дело.

Управляющие компаний довольно часто попадают в такие ситуации, поскольку бизнес состоит из бесконечной череды различных проектов – долгосрочных и краткосрочных, больших и не очень. И в случае, когда проект идет не так успешно, как предполагалось, управляющие оказываются в мучительных раздумьях, когда на одной чаше весов лежит здравый смысл, подсказывающий, что издержки превышают потенциальные выгоды, а на другой – объем уже потраченных средств. Как было сказано выше, часто перевешивают потраченные средства и менеджер говорит себе: «Надо доделать, ведь мы уже потратили на это столько денег - жалко, если все это окажется напрасным». И компания продолжает тратить ресурсы на проект.

Отметим, что приведенный перечень отклонений от рационального поведения далеко не полный – психологи выявили у человека и протестировали гораздо больше фактов «нерациональности». Мы же выбрали наиболее важные – те, которые оказывают достаточно сильное влияние на человека, а также те, которые проявляются в работе менеджеров. Возможно, прочитав про все эти отклонения, Вы не верите, что они могут в реальности оказать сколько-нибудь значимое влияние на деятельность компании. Между тем, в истории компаний можно найти предостаточно примеров, показывающих, что проявление управляющими отклонений могут иметь более чем серьезные последствия. Приведем один из таких примеров.

⁸ Kahneman, D., and A. Tversky (1979), “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk,” *Econometrica* 47, 263-91.

⁹ Ожидаемая полезность первой альтернативы, согласно теории рационального выбора (а именно теории ожидаемой полезности Нойманна-Моргенштерна, лежащей в основе множества экономических моделей) рассчитывается по формуле: $E(U) = p \cdot x + (1 - p) \cdot y$, где x и y – возможные исходы, а p и $(1-p)$ – вероятности их наступления. Индивид должен оценить полезность каждой предложенной ему альтернативы, сравнить их и выбрать ту, полезность которой больше. Так, ожидаемая полезность лотереи равна $\$1000 \cdot 0.1 + \$0 \cdot 0.9 = \$100$, а ожидаемая полезность гарантированного выигрыша очевидно равна $\$90 \cdot 1 = \90 . Таким образом, экономически рациональный человек предпочтет сыграть в лотерею.

Компания Sony была основана в 1946 году двумя предпринимателями – Масару Ибука и Акио Морита.¹⁰ В конце 60-х Ибука и Морита начали разработку цветного телевизора. Вскоре им улыбнулась фортуна: на торговой выставке в Нью-Йорке они увидели телевизионный экран, который обеспечивал яркое и четкое изображение – лучшее, которое они когда-либо видели. Морита договорился с Paramount Pictures, владельцем прав на цветной кинескоп, который носил название «Хроматрон», о получении технической лицензии на изготовление цветного телевизора на его основе.

Два года Ибука потратил на создание торгового образца цветного телевизора. В сентябре 1964 г. его усилия увенчались успехом – команда инженеров получила нужный образец. Однако технологический процесс, который был бы коммерчески выгодным при массовом производстве телевизора, не был разработан. Реакция людей, которые видели в демонстрационном зале Sony образец цветного телевизора, была вдохновляющей. Ибука был воодушевлен, оптимистичен и более чем уверен, что это блестящий проект. Он провозгласил его приоритетным направлением деятельности компании и убедил компаньона выделить под него колоссальные ресурсы. Телевизор запустили в массовое производство, однако процесс производства никак не получалось отладить: из тысячи кинескопов только два – три были пригодны для использования. Розничная цена за телевизор составляла \$550 и она не могла покрыть издержек компании, которые превышали цену более, чем в два раза. Морита видел убыточность проекта и настаивал на его немедленном завершении. Однако Ибука и слышать ничего не хотел – он верил, что у него скоро все получится. Тем более, на проект ушло столько времени, сил и денег, что было глупо бросать его на полдороги. Sony продолжала производить и продавать цветные телевизоры на базе кинескопа Хроматрон себе в убыток. Пока наконец в ноябре 1966 г. финансовый директор не объявил, что компания стоит на пороге разорения. Только тогда Ибука согласился остановить производство и закрыть проект.

В данном примере можно увидеть действие сразу нескольких поведенческих отклонений, из тех что были рассмотрены нами выше. Во-первых, чрезмерная уверенность: Ибука запустил продукт в массовое производство прежде, чем инженеры смогли разработать и наладить технологически грамотный и коммерчески выгодный процесс производства. Во-вторых, оптимизм и вера в желаемое: Ибука был вдохновлен первыми успехами и искренне верил, что такая малость, как наладка процесса производства, тоже скоро увенчается успехом. Может, не сегодня, но завтра – обязательно. И так день за днем он ждал и верил. Пока угроза банкротства не остановила его. В-третьих, неприятие потерь и эффект потраченных средств: когда вдруг обнаружилось препятствие на пути к успеху (в виде неотработанной технологии массового производства), в проект уже были вложены колоссальные средства. С одной стороны – было жалко вложенных средств, времени и сил. С другой стороны – закрытие проекта означало бы зафиксировать убытки, а у Ибуки еще была надежда, что можно довести проект до логического конца и хотя бы частично покрыть все вложения. И он предпочел рискнуть, нежели смириться с гарантированными убытками. И, наконец, иллюзия контроля: Ибука сам участвовал в процессе, он руководил проектом, и ощущение того, что все находится под его умелым контролем, придавало уверенность в том, что проект в конце концов завершится успешно. Это (вкуче с оптимизмом и самоуверенностью) и заставляло его рисковать.

В завершение этой истории заметим, что Ибука был не просто наемным менеджером, который получает свою зарплату и в случае неудачи теряет бонус. Ибука был основателем и мажоритарным акционером компании, и в случае провала он терял очень многое. Однако мотивация - акционерные доходы, благополучие собственной компании и рост ее стоимости - оказалась недостаточно сильной (хотя и более чем явной), чтобы преодолеть действие поведенческих эффектов.

Принятие решений в группах.

¹⁰ Этот случай из истории Sony Corporation написан по материалам книги Nathan, J. (1999), *Sony: The private life* (Boston: Houghton Mifflin Company).

Обычно все самые важные решения в компании принимаются группой менеджеров. Возникает вопрос: устраняет ли групповое принятие решений те ошибки, которые присущи людям в отдельности? Говорят, что одна голова хорошо, а две – лучше. Увы! При групповом принятии решений возникают дополнительные эффекты, которые могут привести всю группу к неэффективному решению. Дабы не быть голословными, приведем основные групповые эффекты и обсудим их влияние на процесс принятия решения.

Размывание ответственности. При групповом принятии решений за то, какое решение было принято и к каким последствиям это привело, ответственна вся группа. То есть все вместе. И никто по отдельности, потому что ответственность размыта между всеми участниками группы. Поэтому каждый в группе чувствует гораздо меньшую ответственность, чем при единоличном принятии решения. Это приводит к тому, что в группах часто принимаются более рискованные, стратегически неверные и другие неэффективные с точки зрения создания стоимости проекты.

Конформизм. Во многих вопросах люди подвержены влиянию мнений окружающих. Особенно если те без тени сомнения заявляют, что это решение – правильное. И чем сложнее проблема, тем большее влияние приобретает мнение других людей. Эксперименты показывают, что даже в решении простейших задач, люди в 30 % случаев склоняются к очевидно неправильному решению, если его поддержали другие участники группы. Что уж говорить про те сложные вопросы, которые обсуждаются на собраниях акционеров, управляющих, менеджеров. Конформизм в рабочей группе менеджеров чреват тем, что при принятии решения никто не вспомнит и не заговорит о неучтенных рисках и недостатках проекта, о допущенных ошибках или существенных фактах. Таким образом, все то, что могло бы спасти компанию от убытков, потонет в единодушном заблуждении нескольких человек. Более того, эти несколько человек могут манипулировать мнением команды и окончательным решением в своих интересах, при этом не подвергая себя никакой опасности – ведь ответственность размыта между всеми членами команды.

Групповое мышление. В некоторых группах при постоянном, долгое время неизменяющемся составе рабочей группы и других благоприятных условиях у участников вырабатывается так называемое групповое мышление. Оно заключается в том, что члены команды видят проблему под одним и тем же углом, они полностью разделяют мнения друг друга, они мыслят одинаковыми схемами, их восприятие риска одинаково и ничем не уравнивается. Это уже не много людей, видящих проблему с разных сторон и предлагающих альтернативные способы ее решения, а одна самодостаточная голова, не нуждающаяся ни в чьих советах и уверенная в своей правоте. И если вдруг эта голова сбилась с курса – перестала чувствовать ситуацию на рынке или его тенденции, или же заболела какой-нибудь безумной идеей, то компания обречена.

Что можно предпринять, чтобы уменьшить действие групповых эффектов, рассмотренных выше? При риске возникновения конформизма в группе эффективно будет присутствие на заседании группы человека, который пользуется авторитетом в компании и который способен противостоять напору давящих своим мнением участников и организовать конструктивную дискуссию. Перед обсуждением вопросов, требующих сложного анализа и оценки, можно попросить участников подготовиться к дискуссии заранее – самостоятельно провести необходимый анализ и изложить аргументы «за» и «против». Так, участники будут более подготовлены к дискуссии, и их мнением будет гораздо сложнее манипулировать. Также можно включить в состав группы независимых экспертов – это поможет ослабить эффект группового мышления. Избежать размывания ответственности может помочь ведение протокола заседания – осознание того, что твое участие и роль в принятии решения фиксируется, будет мотивировать людей более ответственно относиться к принятию решения.

Итак, менеджеры являются ключевыми фигурами в процессе управления стоимостью компании. Именно они принимают решения, которые создают или разрушают внутреннюю стоимость компании.

Менеджеры могут принимать неэффективные решения, которые разрушают стоимость компании. Они могут делать это осознанно, преследуя свои личные интересы, а могут неосознанно, искренне веря, что действуют на благо компании.

Причиной второй категории ошибок являются поведенческие особенности, присущие всем людям (мы не рассматриваем некомпетентных менеджеров). Эти особенности оказывают существенное влияние на людей в процессе принятия решений и могут приводить к разрушительным последствиям для компании.

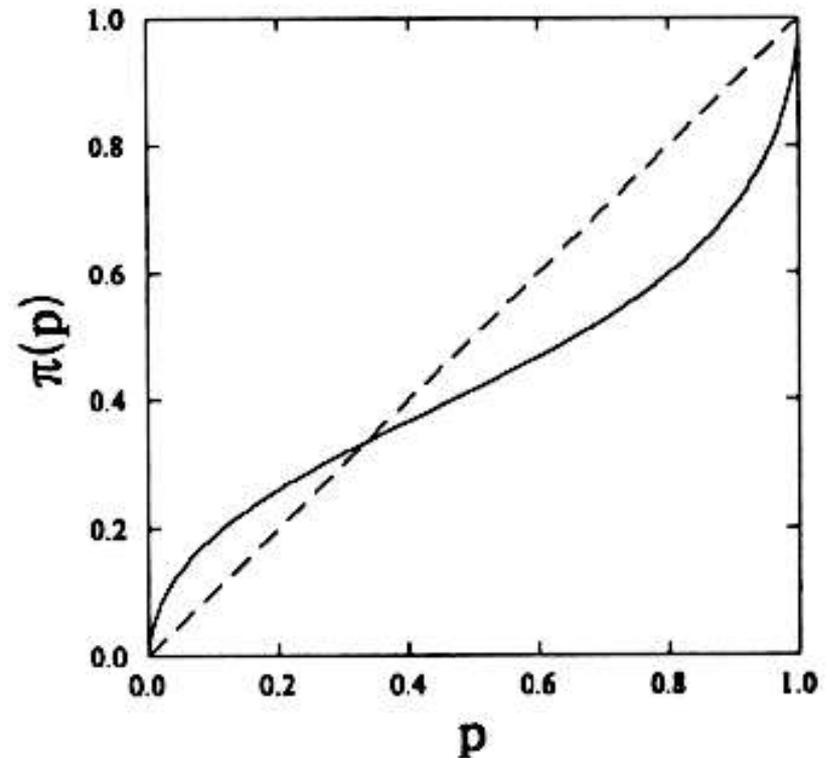
При принятии решений в группах также возможны ошибки, поскольку существуют групповые эффекты, и при определенных условиях они препятствуют принятию эффективного решения.

Оценка вероятности человеком

Канеман и Тверски экспериментально выявили, что вероятности преобразуются в восприятии человека специфическим образом, нелинейно – так, как показано на рисунке справа. Эта особенность играет не последнюю роль в процессе принятия решений.

Kahneman, D., and A. Tversky (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk".

Функция субъективного восприятия вероятности



где p – объективная вероятность, $\pi(p)$ – субъективное восприятие вероятности.

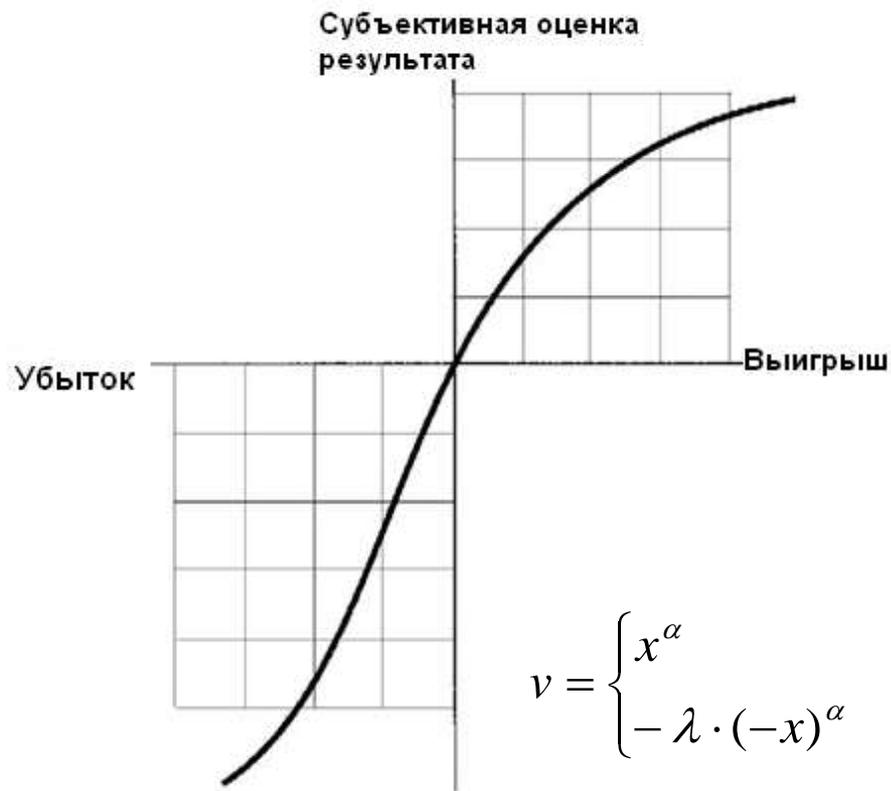
Концепция неприятия потерь: отношение человека к риску.

Канеман и Тверски

экспериментально установили, что:

- 1) Человек неодинаково воспринимает величину потерь и прибылей: потери им кажутся в 2-3 раза больше их объективного размера, в то время как выигрыш воспринимается соразмерно его истинной величине (асимметрия функции: в квадранте выигрышей - степенная функция, в квадранте проигрышей - степенная с коэффициентом 2.25);
- 2) Поэтому люди не принимают риск, когда речь идет о прибылях, и предпочитают рискнуть, когда речь идет об убытках.

Функция субъективного восприятия результата (выигрыша или проигрыша)



Психология инвесторов: реакция рынка и стоимость компании

гипотеза эффективного рынка

групповые эффекты

теория «market timing» (отслеживание рынка)

теория удовлетворения предпочтений инвесторов.

шумовая торговля

В неоклассической теории стоимость компании целиком и полностью зависит от действий менеджеров. Они принимают эффективные или неэффективные инвестиционные проекты и решения, тем самым увеличивают или разрушают стоимость, а рынок всего лишь отражает эту внутреннюю стоимость в ценах акций. Так, по крайней мере, должно быть, согласно **гипотезе эффективного рынка**: рыночная цена актива должна всегда соответствовать его справедливой стоимости. (Рисунок 1).

Однако в реальности рынок не является эффективным и не отражает, подобно зеркалу, истинную стоимость компаний. Имеет ли какое-либо значение для процесса управления стоимостью компании тот факт, что рыночная стоимость не всегда соответствует внутренней? Безусловно, и порой ключевое. Менеджеры, которые применяют в управлении компанией стоимостной подход (Value Based Management approach) и максимизируют, внутреннюю стоимость, ожидают, что рыночная стоимость тоже должна расти. Однако в условиях реального рынка, где внутренняя стоимость и рыночная часто различаются, менеджеры могут с удивлением обнаружить, что на их действия, создающие стоимость, рынок реагирует падением котировок. По меньшей мере, на какое-то время. Причина тому – ошибки, поспешные или непродуманные решения инвесторов: человеку присущи поведенческие особенности, в силу которых его поведение отклоняется от рационального. Инвесторы - не исключение, они тоже подвержены влиянию поведенческих эффектов. Чрезмерная уверенность, оптимизм и вера в желаемое, неприятие потерь, репрезентативность, эффект якоря и многое другое – все это находит свое отражение в поведении инвесторов. В результате инвесторы допускают ошибки, в том числе неправильно оценивают перспективы компании и ее стоимость. Безусловно, ошибки отдельных инвесторов не могут вызвать отклонение рыночной стоимости от справедливой: они либо компенсируются другими ошибками, либо нейтрализуются арбитражерами¹. Но так происходит, только когда рынок находится в спокойном состоянии, т.е. нет ни тенденций роста, ни тенденций спада. Когда же наступает период подъема или спада – всей экономики или отдельных ее секторов и даже компаний – инвесторами овладевают паника или жажда наживы, и на их поведение начинают влиять **групповые эффекты**, в частности, стадность (herding) и групповое мышление (groupthink). В результате инвесторы принимают одинаковые, зачастую одинаково неверные, решения. В периоды кризисов и бумов инвестиционные стратегии участников рынка становятся сильнокоррелированными. Так, во время бумов большинство инвесторов поддается ажиотажу, и начинают покупать «горячие» акции; а во время кризисов ими овладевает страх потерять свои деньги и они в панике закрывают свои позиции. Во всех таких

¹ Арбитражеры – это участники рынка, которые занимаются поиском арбитражных возможностей и получают доход, реализуя соответствующие стратегии.

Арбитраж – это безрисковая инвестиционная стратегия, построенная на использовании отклонений рыночной стоимости актива от внутренней. Теория арбитража построена на том принципе, что активы, которые совпадают по параметрам риск и доходность, совпадают и по стоимости. Согласно неоклассической теории финансов, отклонения стоимостей таких активов возможны, но только в краткосрочном периоде. Из таких кратковременных отклонений арбитражеры и извлекают выгоду: для этого арбитражер одновременно покупает недооцененный актив и продает актив (или портфель активов), который копирует недооцененный актив по риску и доходности, цена которого при этом соответствует внутренней стоимости. Таким образом, арбитражер получает безрисковую прибыль.

ситуациях – когда рынок охватывает паника или нездоровый оптимизм, – арбитражеры не способны сдержать натиск иррациональных инвесторов и нейтрализовать отклонения рыночной цены от справедливой стоимости. Им не остается ничего другого, кроме как смириться с происходящим и попытаться минимизировать свои потери.

История фондовых рынков знает немало примеров, когда рыночная стоимость под влиянием общего заблуждения иррациональных инвесторов сильно и на долгое время отклонялась от справедливой стоимости. Рассмотрим один из таких примеров.

В 1907 г. две отдельные компании - Royal Dutch и Shell Transport – решили объединить свои интересы в соотношении 60:40, не теряя при этом независимость². В результате акции Royal Dutch предоставляли право на 60% суммарного денежного потока двух компаний, а акции Shell Transport, соответственно, - на оставшиеся 40%. В случае эффективного рынка рыночная стоимость акций Royal Dutch должна всегда быть в полтора раза выше, чем стоимость акций Shell Transport. Однако в реальности все было не так. (Рисунок 4). Рисунок наглядно демонстрирует отклонение соотношения стоимости акций компаний от «правильного» уровня в 1.5, который должен был установиться на эффективном рынке. Как видно на рисунке, отклонение является, во-первых, устойчивым, поскольку сохраняется на протяжении без малого 15 лет, а во-вторых, очень существенным – недооцененность акций Royal Dutch по отношению к «эффективному» паритету иногда достигает 35%, а переоцененность порой доходит до 15%.

Казалось бы, данная ситуация – отличный шанс для арбитражера заработать. Для этого нужно было купить акции компании, которая недооценена, и коротко продать акции другой компании. Поскольку компании являются почти совершенными субститутами друг для друга, то фундаментальный риск захеджирован: новая информация о фундаментальных характеристиках должна повлиять на акции обеих компаний одинаково, не подвергая арбитражера опасности. Также отсутствуют какие бы то ни было издержки. Одним словом, беспроигрышная стратегия. Так думали некоторые участники рынка, в том числе небезызвестный хедж-фонд Long Term Capital Management. Однако единственный риск, который они не учли, это так называемый *риск иррациональных трейдеров*: если иррациональные инвесторы в силу своих настроений недооценили акции одной из компаний, то нет гарантии, что эти же настроения не усугубят недооцененность еще больше. И, как свидетельствует график, это опасение не беспочвенно: арбитражер, купивший недооцененные на 10% акции Royal Dutch в марте 1983, в панике наблюдал бы их дальнейшее падение на протяжении шести месяцев. Более того, закрыть позицию без убытков арбитражер смог бы только к началу 1985 года, когда соотношение между стоимостью акций наконец-то достигло «правильного» уровня.

Что это значит для менеджеров, управляющих стоимостью своей компании? Это означает, что недостаточно быть просто хорошей компанией, недостаточно принимать эффективные решения, недостаточно создавать внутреннюю стоимость. ***Необходимо сделать так, чтобы инвесторы считали вашу компанию хорошей и перспективной.*** Только в этом случае ваша компания будет оценена рынком как минимум по справедливой цене. Поэтому при управлении рыночной стоимостью менеджерам необходимо учитывать три компонента: 1) внутреннюю стоимость компании, 2) отклонения рыночной стоимости от внутренней и 3) текущие ожидания, настроения и симпатии инвесторов.

Первый компонент предполагает максимизацию дисконтированных чистых денежных потоков компании, которые и составляют внутреннюю, или справедливую стоимость. Соответственно, факторами создания внутренней стоимости являются эффективные решения в области операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании. Эти факторы были подробно рассмотрены в других статьях, поэтому сейчас мы не будем на них останавливаться.

² Этот случай описан в работе Froot and Dabora (1999), “How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?”.

Суть *второго компонента* сводится к отслеживанию текущей недооцененности или переоцененности компании на рынке. Менеджеры выстраивают финансовую политику компании в зависимости от того, какая ситуация в данный момент на рынке, и таким образом извлекают из сложившейся недооцененности или переоцененности выгоду для компании – как с точки зрения доходов, так и с точки зрения долгосрочного роста стоимости. Рычагами в этих целях выступают выкуп и эмиссия долговых или долевого инструментов. Сама такая практика называется *market timing (отслеживание рынка)* (Рисунок 3).

Третий компонент подразумевает такую политику со стороны менеджмента, которая принимает во внимание ожидания, увлечения и эмоциональное состояние инвесторов на данный момент. Это своего рода краткосрочное управление стоимостью, благодаря которому можно поддерживать и усиливать рост рыночной стоимости или смягчать и нейтрализовать ее падения. Такая политика в англоязычных статьях получила название *catering*, что дословно можно перевести как “угождение”, обозначая действия в угоду инвесторам, и что в русской литературе иногда переводится как *теория удовлетворения предпочтений инвесторов*.

Приведем реальный пример того, как текущие настроения и увлечения инвесторов могут влиять на стоимость компаний и как менеджеры этим могут воспользоваться.

В конце 90-х годов американский фондовый рынок захлестнула волна интернет-компаний: этот сектор экономики считался чрезвычайно перспективным для вложений, и чем больше росли цены на акции интернет-компаний, тем больше инвесторов вкладывалось в эти компании. Увлечение интернет-инвестициями среди инвесторов было настолько велико, что скупались акции любой интернет-компания. Вернее, любой компании, которая каким-то образом ассоциировалась в восприятии инвесторов с интернет-индустрией. Определяющим знаком для инвесторов в тот период стало название: “Internet” или “.com” в названии сигнализировало им, что это интернет-компания и, следовательно, привлекательный объект для инвестиций. Многие компании осознали эту особенность и одна за другой стали менять свои названия. Рынок реагировал положительно на такие метаморфозы, и доходность переименованных компаний тут же возрастала. Таким образом, оказалось, что недостаточно просто *быть* интернет-компанией, необходимо еще *заявить* об этом во всеуслышание. Дальше – больше. После почти двух лет бума инвесторы вдруг осознали, что их оценки были слишком оптимистичны и интернет-компания уже сильно переоценены. Начиная с марта 2000 года, в интернет-индустрии начинается спад – инвесторы разочарованно уходят из этого сектора, и рыночная стоимость интернет-компаний в среднем начинает падать. Что сделали предприимчивые компании? Они тут же изменили название – так, чтобы оно не ассоциировалось у инвесторов с уже непопулярными интернет-технологиями. Так, компания “Infospace.com” удалила в своем названии окончание “.com” и стала просто “Infospace”, “IntraNet Solutions” переименовалась в “Stellent Inc.”, а “Internet.com” стала “INT Media Group”. (Рисунок 5). Удивительно, но такой бесхитростный трюк сработал – он позволил этим компаниям избежать падения рыночной стоимости (в отличие от остальных, не столь находчивых компаний). Кстати, чем кардинальнее компания изменяла свое название (как в случае с “IntraNet Solutions”), тем выше была их доходность – по сравнению с компаниями, которые ограничивались всего лишь удалением “.com” из названия. (Рисунок 6). И еще один любопытный момент: из 72 компаний, которые в период сдувания интернет-пузыря убрали из своего названия “.com”, 45 компаний немногим раньше, в период подъема интернет-сектора, добавили этот “.com”. То есть за короткий период на глазах рынка произошло откровенное манипулирование названием, однако несмотря на это рынок отреагировал положительно на удаление приставки “.com” даже в случае компаний-манипуляторов.

Приведенный пример демонстрирует, что у инвесторов зачастую нет времени или ресурсов, чтобы проводить тщательный анализ компании и ее фундаментальных

показателей. И они в своих решениях могут руководствоваться такими факторами, как общие настроения, эмоции, советы брокеров, рекомендации аналитиков, слухи, предположения, интуиция и прочим шумом, как назвал это Фишер Блэк в своей теории *шумовой торговли*³. Инвесторы воспринимают шум как сигналы о положении дел внутри компании, и на его основе принимают инвестиционные решения. Такая стратегия позволяет инвестору уменьшить неопределенность и асимметрию информации на рынке и сократить время на принятие решений. В рассмотренном примере псевдо-сигналом, или шумом, были названия компаний – на волне ажиотажа инвесторам было важно *быстро* вложиться в интернет-компанию, чтобы успеть на этом заработать, а сориентироваться по названию было самым быстрым способом выделить интернет-компанию в массе остальных. Безусловно, это не значит, что нужно пользоваться такими уловками. Прежде всего, необходимо оценить как такие действия повлияют на долгосрочную эффективность и внутреннюю стоимость компании. В случае изменения названия это может негативно отразиться на отношениях с покупателями и клиентами компании, поскольку их лояльность часто привязана к названию. В результате компания может потерять существенную часть клиентов, а с ними и долю операционного потока, который является непосредственным фактором создания стоимости. Необходимо помнить, что увлечения рынка преходящи, и в погоне за ростом рыночной стоимости можно разрушить внутреннюю стоимость, что гораздо важнее.

В качестве примера такого слепого (и в итоге разрушительного) следования моде можно привести волну образования конгломератов в конце 60-х годов на американском фондовом рынке. В то время инвесторы с особым энтузиазмом относились к компаниям-конгломератам. Заявления о диверсифицированных слияниях и поглощениях получали бурную положительную реакцию со стороны рынка (премия за диверсифицированные приобретения составляла примерно 36%), тогда как на известие о приобретении компаний, относящихся к той же отрасли, инвесторы реагировали снижением котировок компании-инициатора. Пик такого увлечения инвесторов конгломератами пришелся на 1968 год. Согласно эмпирическим оценкам, средняя доходность 13 ведущих конгломератов достигла 385% за период с июля 1965 по июнь 1968, в то время как доходность индекса S&P 425 за тот же период составила всего лишь 34%. Мотивируемые рынком менеджеры стали активно приобретать активы из различных отраслей и выстраивать конгломераты – в 1967 и 1968 рынок захлестнула волна конгломеративных слияний и поглощений. Это была своего рода попытка угодить инвесторам, поскольку с точки зрения внутренней эффективности, как показывают те же исследования, конгломераты в большинстве своем являются неэффективными. Увлечение инвесторов продлилось недолго: уже начиная с 1968 года они заметно охладели к таким сделкам. В период с 1968 по 1970 год конгломераты потеряли в среднем 68% рыночной стоимости, что в три раза превышает снижение индекса S&P 425. Уже в первой половине 70-х премия за диверсифицированные приобретения превратилась в дисконт и в 1972-1974 составляла 17%. Так, мода прошла, рыночная стоимость растаяла, а менеджеры остались с грузом непрофильных активов. В результате, в 80-х менеджеры начали избавляться от лишних активов, которые не создавали стоимость.

Бумы и следующие за ними разочарования, подобные моде на инвестиции в конгломераты или в интернет-компания, происходят на финансовых рынках достаточно часто. Не все они достигают грандиозных масштабов, но все они самым очевидным образом иллюстрируют механизмы формирования предпочтений инвесторов. Эти предпочтения определяются не только экономическими соображениями, но во многом и эмоциями инвесторов. Поэтому при управлении стоимостью грамотный менеджмент должен принимать во внимание закономерности эмоциональных механизмов, влияющих на

³ Black, F. (1986), "Noise".

поведение инвесторов, и соответствующим образом выстраивать свои действия. Проиллюстрируем данную идею на примере с объявлением финансовых результатов. Как полагали неоклассики, реакция рынка на объявление финансовых результатов будет ровно такой, какими будут эти финансовые результаты. Однако на практике оказалось, что имеет значение не только качество финансовых результатов – хорошие они или плохие, - но и день, выбранный для их объявления. Della Vigna и Pollet проанализировали выборку из 101000 квартальных объявлений финансовых результатов за период 1995-2003 и обнаружили следующее: если результаты были объявлены в пятницу, то реакция рынка на следующий рабочий день в два раза меньше, чем в случае объявлений в другие дни. Эту особенность заметили и менеджеры, и стали объявлять плохие финансовые результаты именно в пятницу. (Рисунок 7). Почему инвесторы реагируют таким образом? При восприятии информации, в том числе при восприятии финансовых результатов, задействуются эмоциональные механизмы. Иначе говоря, инвестор испытывает расстройство, досаду, негодование и т.д., когда получает известие о плохих финансовых результатах. Эти негативные эмоции находят отражение в котировках акций: акции компаний, которые расстроили инвесторов, сильно падают в цене. Причем, под влиянием эмоций инвесторы реагируют слишком сильно - гораздо сильнее, чем должны были бы по справедливости⁴. Эмоции, если их не «подогревать», достаточно быстро рассеиваются – их влияние наблюдается в ценах акций еще два-три дня. Но еще быстрее они рассеиваются за выходные, когда инвестор переключается на личную жизнь, отдых, встречи с друзьями и прочие позитивные мероприятия. Именно за счет этого в начале недели инвесторы реагируют на событие не так негативно, а более спокойно и трезво. Поэтому плохие результаты, а тем более неожиданно плохие результаты лучше всего объявлять в пятницу – таким образом, вместо резкого и сильного падения менеджеры добьются плавного и не столь сильного снижения цены акций⁵.

Данный пример иллюстрирует еще одну, очень важную особенность: на решения инвесторов оказывают влияние не только рациональные соображения, но и текущее эмоциональное состояние. При этом эмоциональное состояние очень подвержено различного рода воздействиям. На него влияют не только факторы, которые напрямую относятся к принимаемым решениям (например, информация о финансовых результатах, инвестиционных проектах и сделках компании), но и факторы, которые абсолютно никак не связаны ни с действиями компании, ни с экономикой в целом. Например, геомагнитная активность. Казалось бы, как могут повлиять магнитные бури на решения инвесторов? Оказывается, могут, и вполне ощутимо. Эмпирическое исследование Кривелевой и Роботти⁶ выявило, что в течение нескольких дней после магнитных бурь рыночная доходность была существенно ниже, чем средняя доходность в остальные, «спокойные» дни. (Рисунок 8). Такая связь объясняется следующим образом: вызванные геомагнитной активностью физиологические изменения в организме провоцируют изменения в эмоциональном состоянии инвесторов, а это, в свою очередь, проявляется в котировках фондового рынка. На фоне подавленного состояния инвесторы пессимистически воспринимают информацию о компании, и так же пессимистически оценивают перспективы данной компании, а в результате это может приводить к нежеланию инвестировать в ее акции или к стремлению от них избавиться. Аналогичное влияние на рынок оказывают такие внешние факторы, как длина светового дня⁷, облачность⁸ и

⁴ Этот эффект получил название *overreaction*, что можно перевести как «сверхреакция», или «слишком сильная реакция». В некоторых источниках встречается и такой вариант – *оверреакция*.

⁵ Эффект пятницы давно известен и описан в работах многих исследователей, в частности: Della Vigna and Pollet (2004), “Strategic Release of Information on Fridays: Evidence from Earnings Announcements”; Damodaran (1989), “The Weekend Effect in Information: A Study of Earnings and Dividend Announcements”; French (1980), “Stock Returns and the Weekend Effect”.

⁶ Krivelyova and Robotti (2003), “Playing the Field: Geomagnetic Storms and International Stock Markets”.

⁷ Kamstra, Kramer and Levi (2003), “Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle”.

⁸ Hirshleifer and Shumway (2003), “Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather”.

некоторые другие. Соответственно, даже такие отвлеченные, никак не связанные с экономикой природные явления, но задействующие эмоциональные механизмы, систематически и значимо влияют на принятие инвестиционных решений. Все это говорит о том, как сильно зависит поведение инвесторов и принимаемые ими решения от эмоционального состояния. Поэтому при управлении стоимостью, в частности при выборе времени, способа и канала сообщения той или иной информации о компании, очень важно учитывать текущее эмоциональное состояние участников рынка, а также их эмоциональную реакцию на сообщаемую информацию.

Возможен вопрос: зачем вообще обращать внимание на рынок - выгадывать удобные дни для объявления финансовых результатов, соответствовать ожиданиям рынка и тому подобное, - если рыночная стоимость (даже если и были какие-то всплески и отклонения из-за неразумных инвесторов) в конце концов все равно вернется к справедливой стоимости? Вопрос, безусловно, важный и заслуживает рассмотрения.

Во-первых, как показывает пример с Royal Dutch и Shell, возвращения рыночной стоимости к внутренней можно ждать годами. И за эти годы недооцененности компания может многое потерять – при необходимости выпуска акций компании придется размещаться на невыгодных условиях. Кроме того, в силу компания может стать привлекательным объектом для поглощения.

Во-вторых, учет поведенческих особенностей инвесторов позволяет поддерживать рост котировок и смягчать их падения. Смысл данных действий состоит в том, что в случае неконтролируемых падений – как это бывает при эмоциональном реагировании инвесторов – цена резко и слишком сильно падает вниз, а потом медленно растет, возвращаясь к справедливой цене. Подобные всплески увеличивают волатильность акций, в то время как их сглаживание позволяет уменьшить волатильность. Для компании это значимо, поскольку высокая волатильность увеличивает степень риска. А это, в свою очередь, ухудшает кредитный рейтинг, повышает ставки по займам и ведет к росту требуемой доходности. Как следствие, затраты на капитал тоже увеличиваются, а это значит, что круг выгодных инвестиционных возможностей для компании сужается, а доходность активов при прочих равных падает. Одним словом, сглаживание падений позволяет избежать компании многих нежелательных последствий высокой волатильности.

И наконец, действия менеджеров обычно оцениваются на достаточно коротких горизонтах поэтому динамика стоимости компании в краткосрочном периоде важна еще и с точки зрения успешной карьеры менеджеров.

Итак, Во-первых, инвесторы играют важную роль в формировании стоимости: менеджеры определяют внутреннюю стоимость компании, а инвесторы – рыночную.

Во-вторых, рынки не являются эффективными, а потому рыночная стоимость далеко не всегда соответствует внутренней стоимости компании.

В-третьих, причиной отклонения рыночной стоимости от внутренней является систематическое нарушение инвестором аксиом рациональности. Поведенческие особенности, присущие инвесторам, приводят к тому, что они допускают ошибки, в том числе при оценке стоимости компании. Эти ошибки начинают носить массовый характер и создавать сильную переоцененность или недооцененность, когда рынком овладевает некое эмоциональное состояние – паника (как это бывает в периоды кризисов) или жажда наживы (в периоды бумов).

В-четвертых, факт несоответствия рыночной стоимости компании ее внутренней имеет важное значение при управлении стоимостью: традиционный стоимостной подход (Value Based Management approach) может приводить к падению рыночной стоимости в ответ на максимизацию внутренней стоимости.

В-пятых, менеджерам недостаточно принимать эффективные решения и создавать внутреннюю стоимость. Им необходимо сделать так, чтобы инвесторы считали компанию перспективной и высоко оценивали ее стоимость. Для этого менеджерам при управлении

стоимостью необходимо учитывать три компонента: 1) внутреннюю стоимость компании, 2) отклонения рыночной стоимости от внутренней и 3) текущие ожидания, настроения и увлечения инвесторов.

Гипотеза эффективного рынка

Фама (1970): цены активов отражают всю доступную информацию и равняются справедливой стоимости.

- Слабая форма эффективности: невозможно предсказать движение цен на основе прошлых цен и доходностей (т.е. в таком варианте *гипотеза эффективного рынка* сводится к случайному блужданию цен на активы).
- Полусильная форма эффективности: любая общедоступная информация бесполезна для зарабатывания денег, т.к. она тут же отражается в ценах активов.
- Сильная форма эффективности: даже на инсайдерской информации невозможно заработать, т.к. она моментально просачивается и становится общедоступной.

Fama, E. (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work".

Гипотеза эффективных рынков: ...

Предпосылки:

- Инвесторы рациональны и оценивают ц.б. рационально.
- Если на рынке есть нерациональные инвесторы, то их действия соответствуют модели случайного блуждания и т.о., все отклонения нейтрализуются.
- Если нерациональные инвесторы действуют одинаково, то их «неправильное» влияние на цену нейтрализуется арбитражерами

Реальность

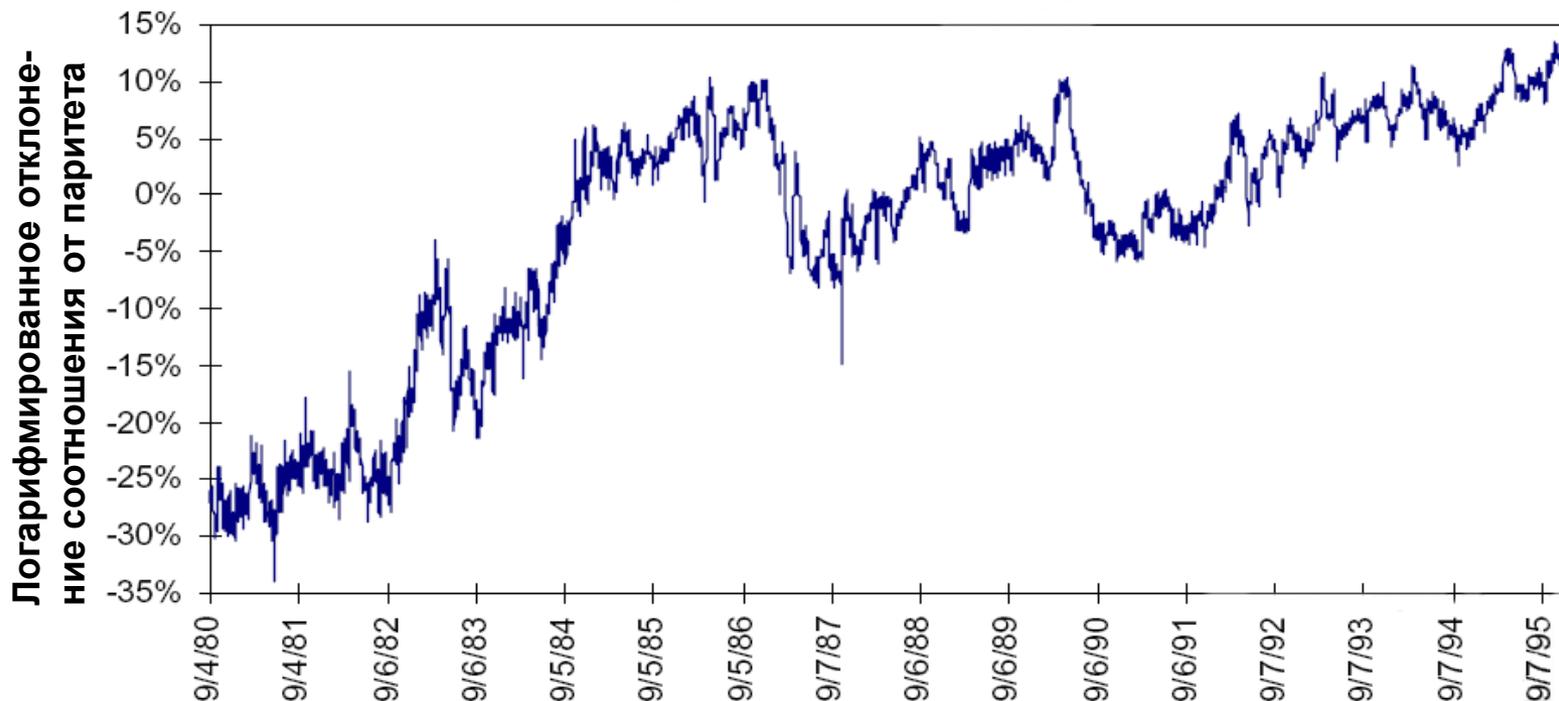
- Инвесторы не являются рациональными
- Инвесторы часто нерациональны одинаково, особенно в периоды кризисов и бумов (e.g., Россия 1998, бум .com) – социальная психология.
- Возможности арбитража ограничены.

Неэффективность рынка

В 1907 г. Royal Dutch и Shell Transport объединили свои интересы в пропорции 60:40.

Гипотеза эффективного рынка: $V(\text{RoyalDutch})=1.5V(\text{Shell})$

Однако... 15 лет держалось отклонение соотношения стоимости акций от «правильного» уровня в 1.5:



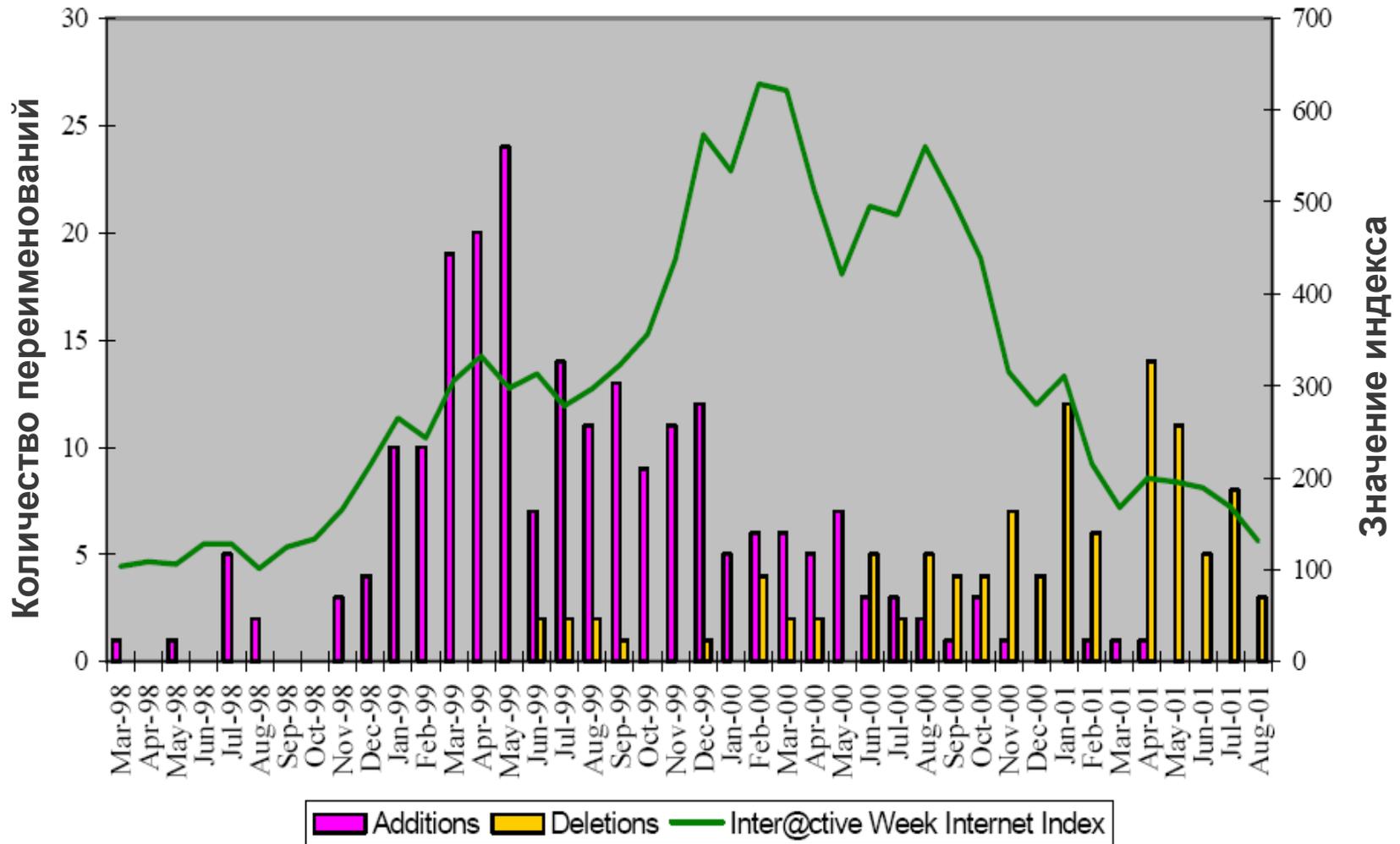
Froot and Dabora (1999), "How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?"

Отслеживание рынка (Market Timing)

Эмпирические исследования показали, что практика *Market timing* широко распространена среди управляющих западными корпорациями и имеет следующие особенности:

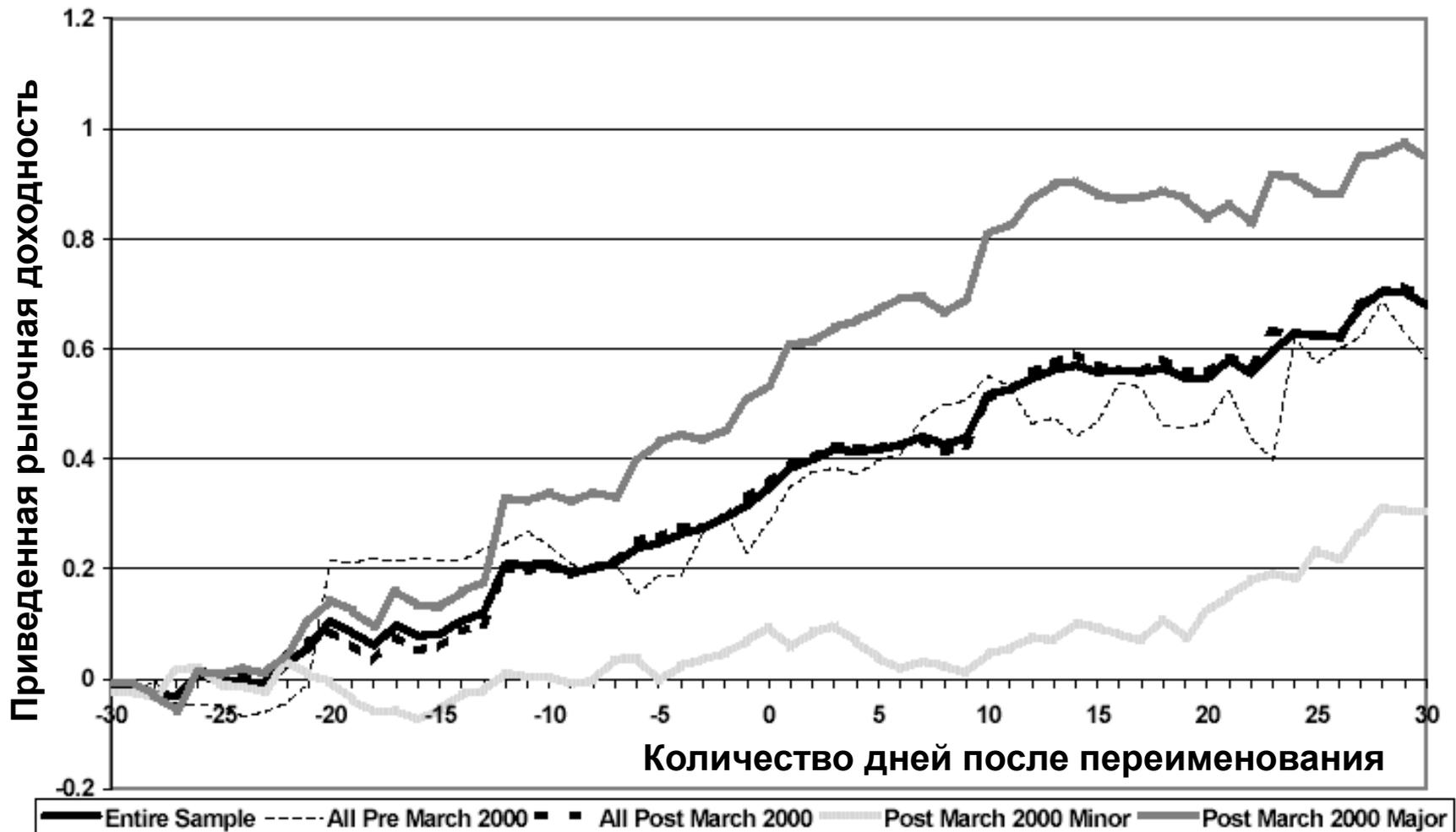
- (1) корпорации стремятся эмитировать долевыми бумагами (а не долговыми), когда рыночная стоимость компании становится высокой по отношению к балансовой стоимости и рыночной стоимости компании в прошлых периодах, и выкупать долевыми бумагами, когда рыночная стоимость относительно низка;
- (2) корпорации стремятся эмитировать долевыми бумагами, когда инвесторы настроены чересчур оптимистически по поводу будущих прибылей компании;
- (3) анализ долгосрочных доходностей акций, наблюдаемых после проведения таких операций, показывает, что практика отслеживания рынка благоприятно влияет на последующую доходность акций компании.

Как корабль назовешь, так он и ПОПЛЫВЕТ.



Cooper, Khorana, Osobov, Patel and Rau (2001), "The Game of the Name: Value Changes Accompanying Dot.com Additions and Deletions".

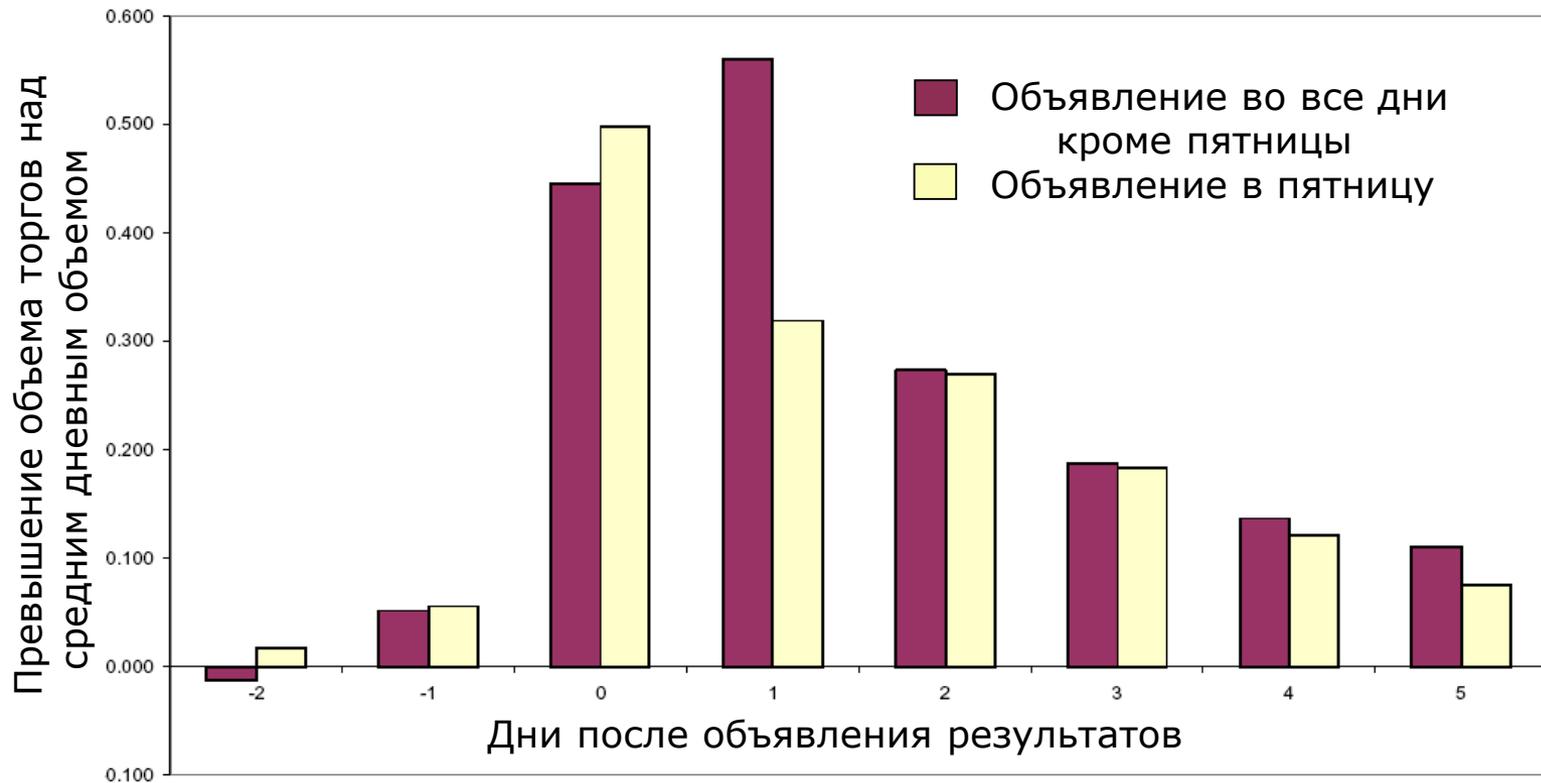
Переименование, или как спрятаться от кризиса



Cooper, Khorana, Osobov, Patel and Rau (2001), "The Game of the Name: Value Changes Accompanying Dot.com Additions and Deletions".

Эффект пятницы: ЭМОЦИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ ИНВЕСТОРОВ

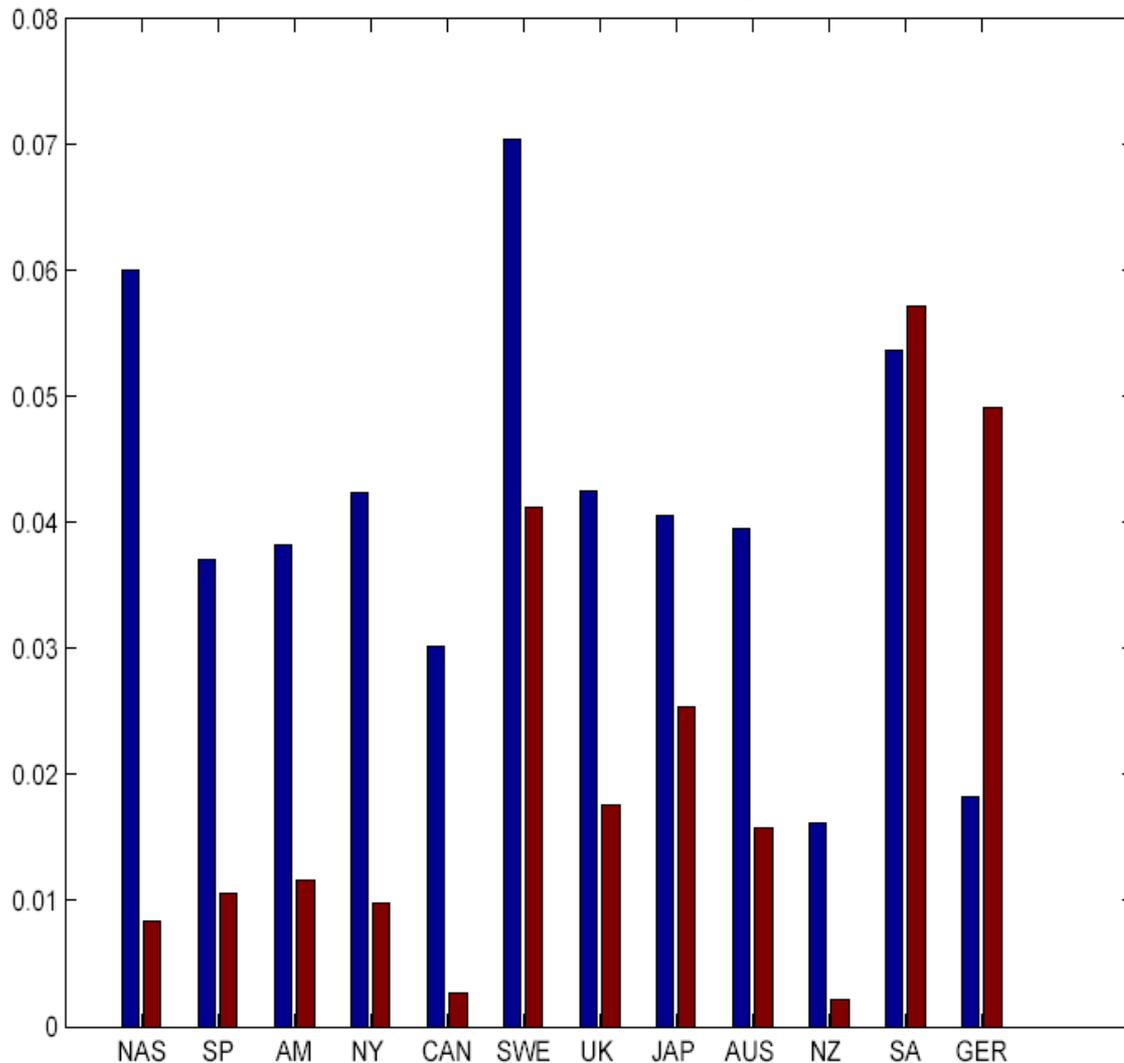
Эмпирические данные показывают, что объявления плохих результатов происходят на 20% чаще в пятницу, чем в остальные дни, а объявление негативных сюрпризов – на 25% чаще.



*Della Vigna and Pollet (2004), Strategic Release of Information on Fridays:
Evidence from Earnings Announcements.*

Магнитные бури и стоимость

Доходность в «плохие» и «нормальные» дни



На графике отображены доходности индексов в «нормальные» и «плохие» дни на различных фондовых рынках, в частности: NASDAQ (NAS), S&P500 (SP), AMEX (AM), NYSE (NY), в Канаде (CAN), Швеции (SWE), Великобритании (UK), Японии (JAP), Австралии (AUS), Новой Зеландии (NZ), Южной Африки (SA) и Германии (GER). «Плохие» дни – 6 календарных дней после магнитной бури (правый столбик); «Нормальные» дни – остальные дни года (левый столбик).

Как не повредить компании при объявлении новостей

реакция рынка на объявление новостей
ожидания инвесторов
формирование рыночных ожиданий
эмоциональная заряженность новостей

Самое первое и самое очевидное, на что реагирует рынок – это новости. Рынок живет новостями и реагирует на них взлетами и падениями котировок. В связи с этим топ-менеджеров, как управляющих стоимостью компании, волнуют три вопроса: *на что реагирует рынок? как он реагирует? и что с этим делать?* Попытаемся наиболее полно ответить на эти три вопроса.

1) Итак, на какие новости реагирует рынок? Как оказалось, рынок реагирует практически на всю внешнюю информацию: на новости отдельных компаний, на отраслевые новости, новости макроэкономические, более того, на политические новости, и даже на новости, которые имеют весьма отдаленное отношение к экономике (не говоря уж о компании). Таким образом, в котировках отражается не только фундаментальная информация о самой компании и состоянии экономики, но и реакция инвесторов на неэкономические события. Причем эмпирический анализ¹ показывает, что на долю макроэкономических новостей приходится 30-50% реакции фондового рынка. Остальная же доля приходится на политические новости, мировые события, а также на страхи и надежды участников рынка. Как ни удивительно, именно страхи, надежды, опасения, оптимистические ожидания и прочие эмоции, по результатам исследования, часто становятся причиной сильнейших взлетов и падений котировок.

Рынок чувствителен к новостям, и поэтому компании тоже нужно относиться к «выпуску» новостей с особым вниманием. В объявлении новостей важны не только факты, но и способ подачи, формулировка, время объявления. Все это влияет на реакцию рынка. Кроме того, компания должна помнить, что информация, которая о ней поступает на рынок, и рождает те самые страхи и надежды, которые так сильно влияют на котировки.

2) Менеджер, управляющий стоимостью компании, постоянно сталкивается с тем, что реакция рынка на те или другие новости нетривиальна. Для рынка нет закона «Плохая новость – котировки вниз, хорошая новость – котировки вверх». Случается, что компания демонстрирует высокие по отрасли темпы роста, объявляет хорошие финансовые результаты, однако рынок в ответ на эти новости обваливает котировки акций компании. А бывает, что компания сообщает плохие новости, одну за другой, и рынок никак не реагирует или же реагирует несущественно (снижением стоимости на 0,5 – 1%). Где логика? Почему так происходит? Рациональный, неоклассический подход здесь оказывается бессилён – он не может объяснить, почему рынок среагировал так или иначе на определенную новость, и уж тем более не может предсказать эту реакцию. Безусловно, задача сложная. Однако, поведенческий подход позволяет найти объяснение, почему хорошая новость не всегда вызывает положительную реакцию у инвесторов, а плохая - не всегда отрицательную.

Вспоминается всем известное с детства стихотворение Маяковского: «Кроха-сын к отцу пришел, и спросила кроха: “Что такое хорошо и что такое плохо?». Что же для рынка хорошо, а что для рынка плохо? Этот вопрос является ключевым к пониманию логики рынка - ведь все зависит от того, в какой системе координат ценностей мы действуем. Оказывается, что и здесь нерациональность, присущая людям, внесла свои коррективы: критерий *хорошего* для рационального экономического агента не совпадает с критерием *хорошего* для реального экономического агента, в данном случае инвестора. Проиллюстрируем это различие на следующем примере:

¹ Cutler, D., Poterba, J., and L. Summers (2002), “What moves stock prices?”, NBER Working paper №2538.

В июле 2005, на основании результатов за первое полугодие компания «Пятерочка» делает прогноз относительно величины выручки за год и устанавливает ожидаемый рост выручки за год на уровне 44%. В декабре, за месяц до объявления годовых финансовых результатов менеджмент компании корректирует ранее сделанный прогноз в сторону уменьшения - рост выручки предположительно составит 23%. На следующий же день после коррекции прогноза акции компании падают на 35%, практически до уровня первоначального размещения. Конечно, можно принять гипотезу эффективного рынка и сказать, что первоначальный прогноз отразился в ценах акций и поэтому они так выросли с июля, а потом, когда прогноз изменился в сторону уменьшения, то и цены естественным образом упали. Однако акции упали до уровня, который был в июле, в момент объявления первоначального прогноза. Хотя по справедливости падение должно было быть в два раза меньше. То есть инвесторы абсолютно проигнорировали рост выручки компании - с точки зрения рациональности это необъяснимо. Однако в действительности объяснение есть: инвесторы расстроились! Им обещали 44%-ный рост выручки, а дали только 23% - компания не выполнила свое обещание! Она их обманула! Голос разума должен бы сказать: «Да, 44%, конечно, лучше, чем 23%, но 23% - это тоже *хорошо*». Но эмоции заглушают голос разума, и инвестор обижен и раздосадован: «Меня ввели в заблуждение, меня обманули! Мне сказали, будет 44%, и я ждал, что будет 44%, не ниже! И 23% это не хорошо, это *плохо!*..» Итак, главное – инвестор ждал. Компания своим прогнозом сформировала у инвесторов ожидание относительно величины выручки на определенном уровне. И тогда для инвестора все, что соответствует прогнозной величине или превышает ее – это *хорошо*. А все, что ниже – это *плохо*. И уже не важно хорошо это или плохо в принципе, т.е. если абстрагироваться от всех прогнозов и заявлений, - важно, что ожидания обмануты. Здесь задействуются эмоциональные механизмы, которые и вызывают расстройство, разочарование, недовольство и, как результат, решение о продаже акций компании-обманщицы. Кстати, в случае с «Пятерочкой» именно так и получилось: в деловой прессе, интернет-ресурсах после пересмотра прогноза начали появляться обвинения компании в намеренном обмане своих акционеров.

Итак, критерий «хорошего» и «плохого» для рынка – это *ожидания*, которые у него сформированы. Соответствие ожиданиям воспринимается рынком как хорошая новость, а «обман» ожиданий – как плохая. И чем больше несоответствие между реальностью и ожиданиями, чем разительнее этот контраст, тем сильнее будет недоволен рынок и тем сильнее упадут котировки.

Отсюда можно сделать один полезный для практики вывод:

не следует обещать рынку золотых гор, даже если они вам действительно видятся – рынок не простит, если вдруг горы окажутся горочками, и обрушит котировки.

Что еще может сделать управляющий, зная эту особенность? Можно самому формировать нужные ожидания у рынка – не слишком низкие, чтобы достойно выглядеть в глазах инвесторов на фоне конкурентов, и не слишком высокие, чтобы суметь оправдать их. В частности, лучше объявлять немного заниженные прогнозы, чтобы иметь некоторый запас - на случай, если дела пойдут хуже, чем предполагалось. Лучше приятно удивить рынок и объявить о том, что «благодаря усилиям менеджеров удалось даже превзойти прогноз», чем не оправдать его ожидания.

3) Еще одна особенность, которую должен учитывать управляющий компании - асимметричная реакция рынка на плохие и хорошие новости, а именно рынок реагирует на плохую новость гораздо сильнее, чем на хорошую. По результатам различных эмпирических исследований, величина падения котировок в ответ на плохую новость в 1,5 - 2,5 раз превышает величину роста котировок в ответ на хорошую новость. Вывод прост: испортить «жизнь» компании можно одной новостью, а исправлять придется множеством хороших. Поэтому необходимо с умом подходить к объявлению плохих новостей.

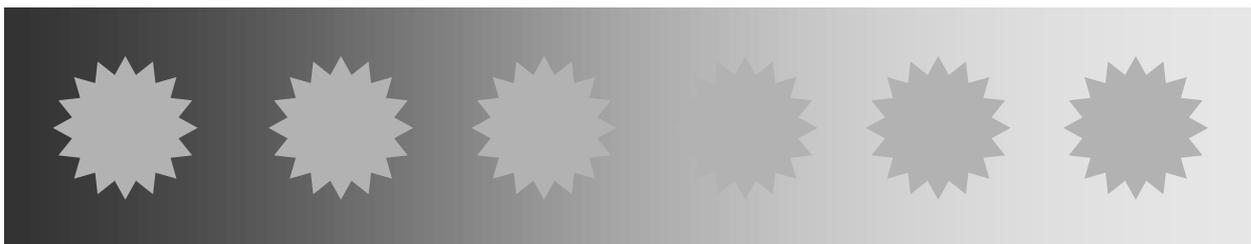
4) Необходимо учитывать, что реакция рынка на новость компании сильно зависит от ***контекста***, в котором она появляется. Под контекстом мы имеем в виду те события,

которые имеют место на рынке сейчас или происходили в недавнем прошлом. К контексту относятся:

- состояние рынка
- новости конкурентов

Итак, первым важным контекстом является текущее состояние фондового рынка, т.е. находится ли рынок на подъеме, на спаде, или в нейтральном состоянии. Эмпирическое исследование², проведенное западными учеными, показало, что когда рынок находится на спаде, объявление компанией плохих новостей оказывает значимое влияние на котировки, но не столь сильное, как при подъеме рынка. То есть на фоне общего подъема любая новость, которая имеет негативную окраску в глазах инвестора, вызывает сильную негативную реакцию – рынок просто не может не заметить ложки дегтя, которую подбавила компания в бочку меда. И тут же компания расплачивается за свою плохую новость сильным падением котировок. Причем это падение несоразмерно велико по сравнению с ущербом для компании, заявленным в новости. Та же новость в период спада вызывает меньшее снижение котировок компании, т.к. на фоне общей плохой ситуации плохая новость отдельно взятой компании уже не так режет глаз инвестору и вызывает у него не такие сильные негативные эмоции. Плохой новостью больше, плохой новостью меньше – уже не имеет такого значения, ведь вокруг все плохо.

В основе этой реакции инвестора лежит особенность восприятия человеком объектов (новостей, величин, фактов и т.д.) в контексте. Эту особенность легко продемонстрировать с помощью следующего рисунка:



Как Вам кажется, какое солнце самое светлое? А какое самое темное? Возможно, Вы уже поняли, в чем дело, и ответили правильно. Многие люди при ответе на данный вопрос отвечали, что самое светлое солнце – это то, что слева, а самое темное – то, что справа. Однако, это визуальная иллюзия – все солнца одинакового цвета! А темнее и светлее они становятся из-за фона: на светлом фоне серый объект кажется темнее, чем он есть на самом деле, вне фона; а на темном фоне он, наоборот, кажется светлее. Так же и с новостями: на фоне общего благополучия любая негативная новость кажется совсем нерадостной и рынок реагирует сильнее, чем надо бы по справедливости; а на фоне общей черной полосы та же новость кажется не столь критичной и уже не вызывает чрезмерных негативных эмоций, и котировки падают не так сильно.

Что касается хороших новостей, то рынок реагирует на них положительно как на спаде, так и на подъеме. В период спада хорошие новости становятся для инвесторов индикатором хорошей компании, и соответственно, хорошего объекта для вложения средств. Компания, радующая инвесторов хорошими новостями, когда вокруг все плохо и безрадостно, - это как луч света в темном царстве. Рынок тут же реагирует ростом котировок акций порадовавшей их компании.

На подъеме хорошие новости также являются «средством» для роста котировок. В период общего процветания инвесторы в своей массе воодушевлены и оптимистично настроены - они готовы покупать и держать акции не только традиционных фаворитов рынка, но и компаний, обычно идущих во втором, третьем и даже четвертом эшелоне, - лишь бы эти

² Conrad, J., Cornell, B., and W. Landsman (2002), “When is bad news really bad news?”, *Journal of Finance*, Vol.57, pp. 2507-2532.

компании сигнализируют о хорошем положении дел в компании. Этими сигналами являются, в первую очередь, хорошие новости. Вспомните, как рынок разогревается, вступив в фазу подъема – он раскручивается именно за счет оптимистического настроения инвесторов, а настрой, в свою очередь, подогревается хорошими новостями, поступающими от компаний на рынок. Эти новости – как маячки для инвесторов: они подсказывают, что те на правильном пути, что все будет хорошо, их ожидания оправдаются и самые оптимистичные прогнозы сбудутся.

Наконец, в нейтральном состоянии рынок слабо реагирует на новости. Нейтральное состояние: инвестор ленив, умиротворен и практически равнодушен к происходящему на рынке. Только нечто очень значимое может расшевелить инвестора и заставить его активно торговать, влияя тем самым на котировки. Это должна быть *эмоционально заряженная* новость, задевающая эмоции и интересы инвестора; эта новость должна получить широкое освещение в прессе – чем громче говорят об этом со всех сторон, тем быстрее инвестор проснется и начнет действовать. (Рисунок 1).

Еще одним важным контекстом для объявления новостей компании являются **новости конкурентов**. И здесь формула та же, что и для состояния рынка: плохие новости на фоне благополучия конкурента вызывают чрезмерную негативную реакцию рынка, а хорошие новости на фоне неудач конкурента – сильную позитивную реакцию. Зачастую когда в жизни конкурента началась черная полоса, компании даже не нужно объявлять хорошие новости, чтобы ее котировки росли – достаточно быть просто абстрактно хорошей компанией. В качестве яркого примера влияния данного контекста на реакцию рынка можно привести ситуацию, произошедшую с двумя крупными операторами пищевой отрасли – ОАО «Лебедянский» и ОАО «Вимм-Билль-Данн». Эти компании являются близкими конкурентами, поскольку делят соковый сегмент, а также сегмент воды и детского питания. В первой половине июня 2006 года на рынке появилась негативная информация по компании «Вимм-Билль-Данн»: в прессе говорилось о сокращении продаж сока, снижении рентабельности в соковом сегменте, о вероятной потере важного контракта в сегменте детского питания. «Вимм-Билль-Данн» тут же стал аутсайдером, а у компании «Лебедянский» с этой поры (а именно с 14 июня) начался период продолжительного роста. Этот рост компания поддержала хорошими для инвесторов новостями, а именно: объявила о выплате дивидендов (в предыдущем году дивидендов не выплачивались), о приобретении логистической компании, которая позволит сократить издержки, порадовала инвесторов хорошими финансовыми результатами за первое полугодие 2006, а немногим позже и за 9 месяцев, сообщила о завоевании сразу восьми наград на международном конкурсе «Продукт года», создание филиалов в Липецке, Казани и Нижнем Новгороде. В результате повышательный тренд сохранился до конца 2006 года. За этот период рыночная стоимость компании выросла на 62%.

В общем-то, результаты аналогичны тем, что мы получили немногим ранее, при обсуждении реакции рынка на новости в зависимости от состояния фондового рынка (Рисунок 2). Поэтому дадим общие выводы и советы по объявлению новостей в зависимости от данных двух контекстов – состояния рынка и положения конкурентов.

Итак, плохие новости лучше всего объявлять в период общего спада и неурядиц конкурентов, и быть очень осторожным при объявлении плохих новостей в период подъема рынка и особенно – в период процветания конкурентов. Хорошие новости полезно объявлять и на спаде, и на подъеме рынка, а особенно эффективно – в период черной полосы у конкурентов.

Однако, хорошие новости невозможно генерировать по заказу, а утаивание плохих новостей может плохо закончиться. Выход в следующем.

Во-первых, в жизни компании всегда можно найти что-нибудь позитивное, о чем можно уведомить рынок. Это могут быть, например, первые успехи нового бренда, выведенного на рынок всего несколько месяцев назад и успевшего за это время заработать N рублей выручки. Или это могут быть результаты внедрения компьютерной системы, которая за

первые месяцы работы повысила эффективность работы компании на N%. Или, например, завод после модернизации позволили компании существенно снизить издержки и повысить качество продукции. Таким образом, хорошими новостями могут служить не только проекты или события в своей финальной стадии – вывод нового бренда на рынок, внедрение компьютерной системы, модернизация завода, но и промежуточные результаты. Главное, сделать эту новость эмоционально заряженной, добавить в нее оптимизма и уверенный взгляд в светлое будущее. Плюс это могут быть оптимистичные прогнозы развития компании, роста выручки, прибыли и т.д. Однако, прогноз должен быть обязательно выполнен, иначе, если компания обманет ожидания инвесторов, сформированные прогнозом, она потеряет больше, чем приобретет.

Что касается плохих новостей, то не следует их утаивать (хотя на практике, как показывают исследования³, именно это и делают менеджеры, дабы не испортить свою репутацию и не навредить карьере). Это действительно чревато последствиями, поскольку может произойти утечка плохих новостей и тогда рынок среагирует чрезвычайно бурно, и компания потеряет в стоимости больше, чем «стоит» эта новость на самом деле. В том случае, если утечки не происходит, плохие новости проявляются другими путями – например, через понижение кредитного рейтинга компании, через появление в аналитических обзорах пессимистичных прогнозов по компании, через рекомендации «продавать» и т.д. Так, рынку все же становится известно о плохом положении дел в компании. И это становится для него полной неожиданностью – ведь в компании, судя по заявлениям менеджмента, было все хорошо и безоблачно, ничто не предвещало беды. Неприятные неожиданности инвесторы не любят. Они очень эмоционально относятся к подобным сюрпризам и обваливают котировки акций. В частности, на развитых рынках доходность в течение 5 дней после негативного шока падает на 8-10%⁴, а на развивающихся рынках (к коим все еще относится российский фондовый рынок) реакция на негативные шоки еще сильнее⁵.

Тогда вопрос: что делать? Скрывать плохую новость – опасно, объявить как есть – тоже нельзя. Но есть и другой вариант. Плохую новость можно объявить, но при этом *сформулировать* ее так, чтобы минимизировать негативные эмоции у инвесторов. (Рисунок 3). Грамотная формулировка – достаточно эффективное средство воздействия на рынок. С помощью формулировки можно затушевать негативную окраску плохой новости – с тем, чтобы новость не привлекла к себе излишнего внимания со стороны инвесторов и не вызвала у них сильных негативных эмоций, которые наверняка выльются в значительное падение котировок. С помощью формулировки можно также усилить и подчеркнуть позитивную окраску хорошей новости – с тем, чтобы инвесторы заметили новость в том обилии информации, которое поступает на рынок. В потоке информации инвесторам порой сложно различить и оценить по достоинству новость компании. Особенно часто эта участь постигает именно хорошие новости, поэтому одного факта, что у компании есть хорошая новость, недостаточно – нужно еще уметь ее сформулировать, выделить и подать так, чтобы она не прошла незамеченной и не утонула в море новостей. Для этих целей используются соответствующие приемы: смещение акцентов, правильный отбор языковых средств, стиля, употребление в тексте нужным образом эмоционально заряженных слов и т.д.

Есть еще один способ смягчить реакцию рынка на плохую новость – «разбавить» ее хорошей. Нет эмпирических данных, говорящих о том, что этот способ всегда работает,

³ Kothari, S.P., S. Shu, and P. Wysocki (2005), “Do Managers Withhold Bad News?”; Tucker, J., and P. Zarowin (2006), Relative Timeliness of Good vs. Bad News Inferred from Stock Returns”; Li, Y., Richardson, G., and D. Thornton (1997), “Corporate Disclosure of Environmental Liability Information: Theory and Evidence”.

⁴ Kothari, S.P., S. Shu, and P. Wysocki (2005), "Do Managers Withhold Bad News?", *MIT Sloan Research Paper* No. 4556-05.

⁵ Lasfer, A., Melnik, A., and D. Thomas (2002), “Short term reaction of stock markets in stressful circumstances”, *Cass Business School Research Paper*.

однако логика и знание человеческих отклонений подсказывает, что это с большой вероятностью сработает. Кроме того, есть эмпирическое исследование⁶ касательно частного случая такого «разбавления» - когда менеджеры при объявлении плохих финансовых результатов (снижение прибыли в отчетном периоде, убытки или несоответствие ожиданиям) добавляют в новость позитивный прогноз денежных потоков. В результате новость становится не такой негативной, а более нейтральной – уже не по формулировке, а по содержанию, - и это смягчает реакцию рынка.

И последний вариант – это объявить плохую новость в пятницу, перед выходными. Дело в том, что при восприятии информации, особенно негативной, задействуются эмоциональные механизмы, и очень часто инвесторы принимают решения под влиянием эмоций. Чем сильнее эмоции, тем сильнее реакция инвесторов и рынка в целом. Смысл объявления плохих новостей именно в пятницу заключается в том, чтобы дать «остыть» инвесторам. Эмоции по природе своей кратковременны, поэтому за выходные дни накал негативных эмоций у инвесторов спадает, и в понедельник они уже более трезво оценивают новость, объявленную компанией в пятницу. В результате вместо резкого и сильного падения, наблюдается плавное и не такое сильное снижение цены акций⁷. (Рисунок 4).

Заметим, что смягчение реакции рынка последующим выпуском хороших новостей не столь эффективно, как перечисленные выше варианты. Причина в асимметричной силе реакции рынка на плохие и хорошие новости, о которой уже говорилось выше. Рынок реагирует на плохую новость значительно сильнее, чем на хорошую. Поэтому для того, чтобы нейтрализовать эффект плохой новости таким образом, потребуется не одна и не две хорошие новости, которые бы вызвали значимую реакцию рынка, а это уже гораздо сложнее.

5) Эмоциональная заряженность новости - важный фактор, от которого зависит реакция рынка. По сути, эмоциональная заряженность - это эмоции, которые возникают у человека при прочтении или объявлении новости. Существует множество способов, которыми создается нужная эмоциональная окраска и нужное восприятие новости. Эти приемы изучает отдельная наука «риторика». Однако в силу важности этого фактора отметим основные моменты.

Итак, хорошая новость должна вызывать сильные эмоции у инвестора, а не быть просто сухим, бесстрастным фактом. И наоборот, негативные эмоции, вызываемые плохой новостью, нужно погасить, затушевать, сделать более бесстрастным. Ключевую роль здесь играет правильный подбор слов, а также стиля. Как показали эксперименты⁸, люди меняют свое отношение к плохой новости, если из ее текста убрать негативно заряженные слова, не меняя сути. Новость начинает казаться не такой уж и плохой. Вся магия - в словах. Приведем в качестве примера несколько слов, которые вызывают сильные негативные эмоции: *смерть* (и все, что с ней связано), *трагедия*, *кризис*, *обвал*, *хищение*, *ущерб*, *мошенничество*, *обман* во всех его проявлениях (кража, подлог, фальсификация, укрытие, манипулирование, злонамеренное искажение информации) и т.д. Следует избегать употребление подобных слов в новостях и заменять их на нейтрально окрашенные. Реакция рынка на эмоционально заряженные новости в разы отличается от эмоционально нейтральных. К примеру, сравним две новости: в первой сообщается, что компания понесла существенные операционные убытки вследствие, скажем, сбоя в

⁶ Wasley, C., and J. Wu (2005), "Why Do Managers Voluntarily Issue Cash Flow Forecasts?", *Simon School Working Paper* No. FR 05-04.

⁷ Эффект пятницы давно известен и описан в работах многих исследователей, в частности: DellaVigna, S., and J. Pollet (2004), "Strategic Release of Information on Fridays: Evidence from Earnings Announcements"; Damodaran, A. (1989), "The Weekend Effect in Information: A Study of Earnings and Dividend Announcements", *Review of Financial Studies*, Vol. 4, pp. 607—623; French, K. (1980), "Stock Returns and the Weekend Effect," *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, 55-69.

⁸ Kahneman, D., and A. Tversky (1974), "Judgment under uncertainty: heuristics and biases," *Science* 185, 1124-31.

компьютерной системе, а во второй становится известным, что компания понесла операционные убытки (предположим такого же размера, что и в первой новости) вследствие *мошенничества* внутри компании. И хотя и та, и другая новость сообщает об убытках в равном размере, реакция рынка на них будет абсолютно разная. В первой новости сообщается об убытках, которые произошли по случайности: сбой в компьютерной системе – вещь малоконтролируемая, а потому его можно причислить к форс-мажорному обстоятельству. Конечно, это не извиняет компанию и не компенсирует убытки акционеров, поэтому рынок среагирует негативно, однако рыночная стоимость компании упадет на величину объявленных убытков. Что же до второй новости, то здесь имеет место *обман* акционеров, *злой умысел* управляющих компании против акционеров, – именно такую негативную окраску несет слово «*мошенничество*». Оно заряжает новость сильными негативными эмоциями и можно с уверенностью сказать, что реакция рынка на такую новость будет сильно превышать размер убытков. Эмпирическое исследование⁹ выявило, что стоимость компании, уличенной в мошенничестве, падает на величину, примерно в два раза превышающую размер убытков. Этот эффект усиливается, если в структуре собственности компании преобладают крупные акционеры или если уровень корпоративного управления в компании достаточно высок. Это происходит потому, что в этих случаях мошенничество менее вероятно и менее ожидаемо. И когда вопреки ожиданиям открывается факт мошенничества, это становится большой неожиданностью для рынка, притом неприятной неожиданностью. А мы помним (по печальному случаю с «Пятерочкой»), что негативные сюрпризы очень расстраивают инвесторов. В результате рыночная стоимость компании падает катастрофически.

Итак, во-первых, рынок реагирует не только на фундаментальную информацию о компании, отрасли и экономике, но и на политические, мировые события, мало связанные с национальной экономикой. При этом мощным драйвером являются эмоции инвесторов – страхи, опасения, надежды, оптимизм и т.д.

Во-вторых, хорошая новость в глазах рынка – это та, которая оправдала или превзошла ожидания, сформированные у рынка. Плохая новость – это несбывшиеся ожидания рынка.

В-третьих, на плохие новости рынок реагирует сильнее, чем на хорошие новости.

В-четвертых, самое неприятное для рынка (и трагичное для компании – ввиду последствий) – это неприятная неожиданность, или негативный шок. На такие новости рынок реагирует очень сильным падением котировок.

В-пятых, реакция рынка на плохие новости будет более слабой в период общего спада или затишья, а также на фоне черной полосы конкурентов. Реакция на хорошие новости будет сильной и в период спада, и в период подъема рынка, и особенно сильной – в период неурядиц конкурентов.

В-шестых, усилить влияние хороших новостей и смягчить негативный эффект плохих новостей поможет правильная формулировка и эмоциональная окраска новости.

⁹ Perry, J., and P. de Fontnouvelle (2005), "Measuring Reputational Risk: The Market Reaction to Operational Loss Announcements", Available at SSRN.

Рис. 1 Реакция рынка на объявление новостей в зависимости от его состояния

Тип новости Состояние рынка	Хорошая новость	Плохая новость
Подъем	Значимый или сильный рост котировок	Очень сильное падение котировок
Нейтральное состояние	Незначимый рост котировок <i>Коммент: значимая реакция возможна при существенности* новости.</i>	Значимое падение котировок
Спад	Значимый или сильный рост котировок	Значимое падение

* Существенность новости прямопропорциональна ее эмоциональной заряженности и степени обсуждаемости в прессе.

Рис. 2. Реакция рынка на объявление новостей в зависимости от положения конкурентов

Тип новости Положение конкурентов	Хорошая новость	Плохая новость
Хорошие времена	Возможен рост котировок	Очень сильное падение котировок
Плохие времена	Сильный или очень сильный рост котировок	Значимое падение

Рис. 3 Эффект формулировки

Восприятие человека сильно зависит от того, как сформулирована проблема. Основной принцип: у людей возникает отторжение, если формулировка содержит категории потерь (денег, жизни, репутации и т.д.), и позитивное отношение, если используются термины прибылей.

Эксперимент Канемана и Тверски (1979):

Двум группам респондентов описали некую ситуацию и предложили на выбор две программы, имеющие разный результат (мы видим, что В и D эквивалентны, а А и С по сути одинаковы, но различаются формулировками). Эффект очевиден – только за счет формулировки А получила дополнительных 50% голосов.

72%
А: Гарантированное спасение 200 человек

В: $p=2/3$ – смерть всех
 $p=1/3$ – спасение всех

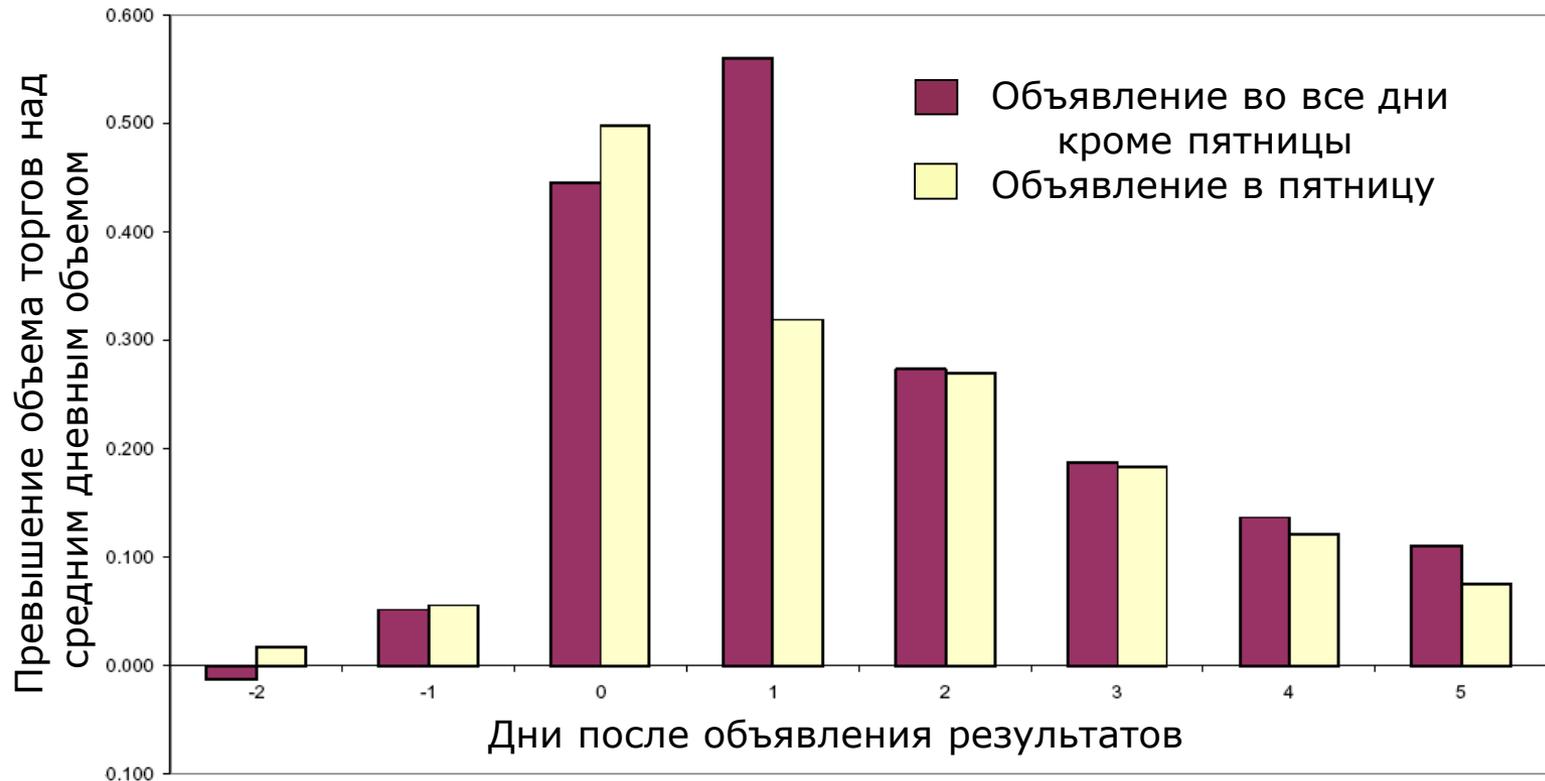
Ситуация:
возможная смерть 600 человек от неизвестной болезни

С: Гарантированная смерть 400 человек

22%
D: $p=2/3$ – смерть всех
 $p=1/3$ – спасение всех

Рис. 4. Эффект пятницы

- Изменение объема торгов на 60% меньше при объявлении результатов в пятницу, чем в другие дни.
- Эмоциональная реакция инвесторов «рассеивается» за выходные.
- Реакция сравнивается лишь на больших горизонтах (~75 дней).



DellaVigna and Pollet (2004), Strategic Release of Information on Fridays: Evidence from Earnings Announcements.

Роль прогнозов финансовых аналитиков в формировании рыночной стоимости компании

*финансовые аналитики
взаимодействие с аналитиками*

В жизни любой компании на определенном этапе появляются инвестиционные банки и их аналитики, которые начинают пристально следить за деятельностью компании и постоянно оценивать всю доступную о ней информацию. Они пишут обзоры по компании, составляют прогнозы, дают рекомендации «покупать», «держаться» или «продавать» акции компании. Все это оказывает немаловажное влияние на рыночную стоимость компании. Так, если в деловой прессе появляются рекомендации «продавать», то инвесторы (особенно индивидуальные) часто действуют по рекомендации и избавляются от акций компании. В результате котировки падают, и еще в течение примерно полугода компания испытывает на себе влияние данной рекомендации – стоимость ее по инерции продолжает снижаться. В сумме за весь период компания теряет 9-10% рыночной стоимости.¹ На рекомендацию «покупать» рынок реагирует краткосрочным ростом котировок на 2-3%.² При этом рекомендации могут не совпадать с публичными новостями или отражать уже известную рынку информацию – все равно реакция рынка на рекомендации аналитиков будет значительной. В связи с этим, аналитиков с полным правом можно назвать важными участниками жизни компании. Тогда необходимо понять, как именно аналитики влияют на успех компании и как лучше всего организовать взаимодействие с ними, чтобы не навредить компании.

Начнем с того, что аналитики обычно ограничены в ресурсах и не имеют возможности проанализировать все компании отрасли. Поэтому они сосредотачивают свое внимание на наиболее достойных компаниях. Достоинство компаний определяется по таким параметрам, как размер, оборот, доля институциональных инвесторов, прибыльность, активность торгов, а также возможности роста. В анализ обычно включаются компании, показавшие в предыдущем отчетном периоде хорошие операционные результаты, увеличившие капитализацию, оборот – одним словом, совершившим качественный скачок. Также Вашу компанию почти наверняка включают в обзор, если Вы выпустили акции, а также в том случае если компания является клиентом инвестиционного банка, связанного с аналитическим отделом. Итак, допустим, Ваша компания вызвала интерес аналитиков и они включили ее в рассмотрение. На факт включения компании в аналитические обзоры рынок реагирует значимым ростом котировок, однако спустя примерно год после включения этот эффект исчезает, и в большинстве случаев котировки возвращаются к своему среднему значению. После того, как аналитики включили компанию в свои обзоры, у нее начинается новая жизнь. Аналитики запрашивают у компании необходимые данные, отслеживают события внутри компании, разыскивают дополнительную информацию и – публикуют аналитические обзоры, прогнозы показателей компании, и рекомендации. Здесь тоже есть определенная специфика. Аналитики чаще выпускают рекомендации для крупных и ликвидных компаний. Кроме того, аналитики не очень любят публиковать негативные прогнозы, обзоры и рекомендации – это неоднократно выявлялось исследователями фондовых рынков³. В большинстве случаев они предпочитают просто промолчать. В результате количество

¹ Womack, K. (1996), “Do Analysts’ Recommendations Have Investment Value?”, *The Journal of Finance*, Vol. LI, NO. 1.

² Там же.

³ В частности, смотри Scherbina, A. “Analyst Disagreement, Forecast Bias and Stock returns”, Harvard Business School, 2005; Womack, K. (1996), “Do Analysts’ Recommendations Have Investment Value?”, *The Journal of Finance*, Vol. LI, NO. 1.

аналитиков, обозревающих компанию, сокращается – остаются те, которые оптимистичны по поводу перспектив компании, и те немногие, которые решили все-таки опубликовать негативный прогноз. И, наконец, в какой-то момент все аналитики исключают компанию из рассмотрения. Сначала рынок реагирует негативно, но примерно через год эффект «исключения» перестает оказывать влияние на стоимость акций компании и доходность компании возвращается к своему среднему значению. Так в общих чертах выглядит цикл совместной жизни компании и аналитиков.

Теперь наша задача понять, как наиболее эффективно и с пользой для компании взаимодействовать с аналитиками. Первое, что необходимо осознать, это то, что наряду с кредиторами, акционерами, аудиторами, налоговыми органами и прочими заинтересованными группами лиц, появились еще и аналитики. И к ним, как и к остальным группам заинтересованных лиц, нужен свой подход. Теперь потребителями информации о компании являются не только инвесторы, каждый из которых по-своему интерпретирует полученную информацию, но и аналитики, которые формируют свое экспертное мнение на основе полученной информации и выпускают это мнение на рынок. Теперь у инвесторов два канала получения информации – напрямую от компании или опосредованно, через аналитиков. Компании приходится использовать оба эти канала: с одной стороны, согласно нормативно-правовым актам и собственным стандартам корпоративного управления, компания обязана раскрывать акционерам всю существенную и уместную информацию вовремя и в полном объеме; с другой стороны, компания вынуждена предоставлять аналитикам запрашиваемую ими информацию во избежание негативной реакции рынка. Возникает вопрос: как эффективно использовать эти каналы? Основное, как может компания регулировать поток информации между этими двумя каналами, это синхронизировать их использование во времени. То есть можно сначала сообщить информацию аналитикам, а потом через некоторое время выпустить информацию на рынок, а можно задействовать эти каналы в обратном порядке / наоборот. Такое управление потоками информации может ощутимо менять реакцию рынка, а потому быть полезным при управлении компанией. Реакция рынка на новости о компании зависит, во-первых, от того, хорошая новость или плохая, и во-вторых, от структуры собственности. В структуре собственности нас, в первую очередь, интересует соотношение индивидуальных внешних инвесторов и институциональных. Индивидуальные инвесторы зачастую отслеживают и анализируют свой портфель очень часто, в среднем каждые 30 минут, и на их решения купить, продать или держать оказывают влияние именно новости. Вышла рекомендация аналитиков «продать» - быстро продать, компания решила не выплачивать дивиденды – тоже продать, взяла долг – снова продать. Индивидуальные инвесторы реагируют на поступающую от компаний информацию очень быстро, у них нет времени на тщательное изучение ситуации и на взвешивание всех плюсов и минусов. Они руководствуются своими представлениями, установками, слухами, эмоциями и даже интуицией, и поэтому очень часто их решения бывают «неправильными»: они могут неправильно проинтерпретировать эффективные (в терминах стоимости) решения компании и воспринять их как негативные события. В результате такой неправильной интерпретации котировки компании падают и компания незаслуженно теряет рыночную стоимость. Таким образом, разрушить стоимость могут не только менеджерами своими неправильными решениями, но и инвесторы – своими неправильными оценками. С помощью задействования аналитиков можно попытаться минимизировать этот эффект. Аналитики более объективно оценивают последствия решений компаний для ее стоимости, они лучше ориентируются в текущем положении отрасли и компании и потому лучше понимают, хорошо это для компании или плохо. Соответственно, когда на рынок сначала поступает информация от аналитиков, уже проинтерпретированная и правильно оцененная, рынок уже реагирует по-другому - так, как написано в аналитическом обзоре или рекомендации. А потом, когда рынку уже разъяснили, что «это хорошее решение и надо покупать акции», можно уже объявить о

решении напрямую, от компании. Такая очередность в задействовании каналов особенно полезна при объявлении решений, эффективность которых сложно оценить частным инвесторам. Яркий пример таких новостей – это приведенные выше решение о невыплате дивидендов за предыдущий период и эмиссия долга. На такие решения инвесторы типично реагируют понижением котировок, поскольку они воспринимают это как знак плохого финансового положения в компании. А между тем причиной таких решений могут быть блестящие инвестиционные возможности и перспективы роста компании, финансирование которых принесет прибыль акционерам компании. В этих случаях компетентное мнение аналитиков очень полезно. Так же, как и в случае объявления плохих новостей. Но здесь уже механизмы другие. Дело в том, что эмпирически установлено⁴, что рынок реагирует на рекомендации и другую оценочную информацию, исходящую от аналитиков, даже в том случае, если эта информация уже известна рынку и она уже учтена в ценах акций. Таким образом, если у компании плохие новости, и сначала она объявляет их рынку, а потом вдобавок появляются негативные рекомендации или прогнозы аналитиков, написанные на основе той же информации, то компания рискует, что рынок среагирует дважды на одну эту же новость. И, дважды негативно. Когда же на рынок сначала поступает негативный прогноз от аналитиков, а потом уже информация, вызвавшая этот прогноз, рынок реагирует только на прогноз аналитиков. Поэтому для компании, среди внешних акционеров которой много индивидуальных инвесторов, мы рекомендуем сообщать о плохих новостях сначала аналитикам, а потом, после публикации мнения аналитиков, объявлять их непосредственно рынку. Можно также попробовать воспользоваться этим эффектом, чтобы усилить положительную реакцию рынка на хорошие новости. То есть сначала объявить хорошие новости рынку, чтобы он среагировал на них, а потом с некоторым запозданием сообщить те же новости аналитикам. Они опубликуют хорошие рекомендации и прогнозы, и рынок среагирует на них повторно. Таким образом, компания добьется более сильного роста котировок.

Рассмотрим другой случай – когда в структуре держателей акций преобладают институциональные инвесторы. Этот тип инвесторов существенно отличается от индивидуальных – у них больше опыта, есть экономическое или финансовое образование и кроме того, у них есть свои аналитические отделы. Если к тому же доля такого инвестора достаточно велика, то скорее всего, инвестор принимает непосредственное участие в управлении компанией или, по крайней мере, хорошо осведомлен о том, что у нее в реальности происходит. Поэтому институциональные инвесторы гораздо более адекватно реагируют на новости компаний, а также на прогнозы и рекомендации других аналитиков. Соответственно, нет никакой нужды использовать внешних аналитиков для разъяснения инвесторам значения того или иного события для компании. Поэтому можно одновременно сообщать всю информацию и аналитикам, и инвесторам.

Рекомендации по эффективному регулированию потока информации между двумя каналами представлены в таблице 1.:

В общении с аналитиками есть и еще одна важная особенность, которой мы до сих пор не касались. Дело в том, что аналитики – тоже люди. Им присущи те же отклонения, и потому им тоже свойственно ошибаться. К сожалению, как показывают реальные случаи, аналитики тоже могут неправильно оценить эффективность того или иного решения менеджеров компании и ошибочно посчитать его неэффективным с точки зрения создания стоимости компании. И в этом случае ошибка аналитика будет дорого стоить именно Вашей компании. В качестве иллюстрации можно привести один показательный пример, хорошо известный практике⁵. В 1995 году американская компания “Herman Miller” внедрила систему управления стоимостью, основанную на показателе экономической

⁴ Womack, K. (1996), “Do Analysts’ Recommendations Have Investment Value?”, *The Journal of Finance*, Vol. LI, NO. 1.

⁵ Этот случай взят из реальности и описан в статье Millman, G. (2000), “Capital allocation: When the right thing is hard to do,” *Financial Executive*, September/October.

добавленной стоимости (EVA). Это существенно увеличило прибыльность компании. Также это существенно добавило компании хлопот с аналитиками. Финансовому директору “Herman Miller” Элизабет Никель постоянно приходилось сталкиваться с непониманием аналитиками того, что создает стоимость компании, а что разрушает. Так, аналитики долго настаивали на том, чтобы компания провела сделку поглощения, апеллируя тем, что прибыль компании возрастет. Однако они не учли, что данное поглощение приведет к разрушению стоимости “Herman Miller”. А Элизабет Никель это учла и именно поэтому отклонила предложение аналитиков о поглощении. Ситуация, когда инвестиционный проект увеличивает прибыли компании, но вместе с тем разрушает ее стоимость - не редкость. Об этом предостерегают многие книги и статьи по финансам, в том числе книга «Принципы корпоративных финансов» Брейли и Майерса⁶, который является практически библией менеджеров. Но несмотря на то, что это - хрестоматийная ситуация, которую знают все студенты финансовых и экономических учебных заведений, именно в ней аналитики, которые должны быть экономически грамотными, сделали ошибку. Более того, они публиковали обзоры, в которых говорилось, что управляющие компании “Herman Miller” упускают блестящую инвестиционную возможность, которая увеличила бы акционерную стоимость, что компания принимает неэффективные решения и не заботится об интересах своих акционеров. Рынок, естественно, реагировал соответствующим образом, а именно снижал и снижал котировки акций компании. «Мы хлебнули много горя с этими аналитиками», - говорит Элизабет Никель. Никель пришлось доказывать одному из аналитиков, самому скептически настроенному, что сделка приведет к разрушению стоимости, и для этого ей пришлось пройти с ним по шагам весь EVA-анализ.

На этом примере мы хотели показать, что аналитики не всегда делают правильные оценки происходящего в компании и в результате могут в одночасье разрушить стоимость компании, создаваемую так долго и кропотливо. Поэтому не стоит уповать на безошибочность и безупречную компетентность аналитиков – необходимо поддерживать тесное общение с аналитиками, прикрепленными к компаниям, и своевременно получать от них отклик на предоставленную информацию. Это позволит вовремя устранить возникшее недопонимание и скорректировать неправильную интерпретацию или оценку информации, до того, как эти обзоры увидит рынок. Особенно стоит быть внимательными при сообщении информации, которая требует сложного анализа – в таких случаях наиболее вероятны ошибки аналитиков. Будет нелишним, если Вы не просто изложите факты или цифры по такому событию, но еще сопроводите их комментариями о том, насколько, согласно расчетам Ваших специалистов, вырастет в результате стоимость компании. Это поможет снизить вероятность ошибки аналитиков - они будут более внимательны при анализе информации и в случае расхождения своих результатов с Вашими, не приминут Вам об этом сообщить. Это Ваш шанс убедить аналитиков в точности Ваших оценок и не допустить ошибочный обзор на рынок.

Еще одна ситуация, в которой аналитики часто грешат, это прогнозы. Проблема в том, что статус эксперта делает аналитиков чересчур самоуверенными. Чрезмерная самоуверенность присуща всем людям, занимающимся экспертными оценками, но особенно сильно на проявляется в таких профессиях, как экономика, медицина, психология и т.д. В этих областях деятельности эксперты сталкиваются с тем, что прогноз и истинный результат сильно разделены во времени, к тому же за это время на объект влияют множество различных факторов, которые могли бы изменить прогноз. Поэтому проверить практикой качество прогноза в этих областях очень трудно или вовсе невозможно, так же, как и уличить экспертов в некомпетентности – они без труда укажут Вам ряд причин, почему их прогноз не состоялся. Это придает экспертам, в том числе аналитикам, излишнюю уверенность в своих талантах составлять точные прогнозы. В

⁶ Brealey, R., and S. Myers, Principles of Corporate Finance (New York: Irwin/McGraw-Hill, 2000), p.326.

результате аналитики присваивают бóльшую вероятность своим суждениям и строят более узкий диапазон для интервальной оценки прогноза. Как показали эмпирические исследования, эти диапазоны, которые должны содержать прогнозное значение, не содержат его в 40% случаев.⁷ А это значит, что примерно в 40% случаев (и даже больше – в связи с искажением восприятия вероятностей) прогноз аналитиков оказывается смещенным относительно истинного значения. Далее, рынок формирует свои ожидания в соответствии с этими смещенными прогнозами, и в результате компания «не попадает» в прогнозный интервал аналитиков и не оправдывает ожидания инвесторов. То есть компания невольно преподносит рынку так называемый сюрприз. Это может быть хороший сюрприз – если аналитики по каким-то причинам занизили прогноз, - и тогда рынок среагирует ростом котировок. Но это может быть (и чаще всего и бывает) плохой сюрприз – когда аналитики составили слишком оптимистичный прогноз, который компания не смогла (и изначально не могла) выполнить. Ожидания рынка обмануты, и он реагирует сильным падением котировок акций компании. Так, компания страдает за ошибки аналитиков. Во избежание подобных сюрпризов, можно порекомендовать менеджменту компании сообщать аналитикам, так же, как и рынку, немного заниженные прогнозы показателей компании. При этом не слишком низкие, чтобы в глазах рынка не выглядеть хуже конкурентов, и не слишком высокие, чтобы суметь выполнить прогноз. Итак, во-первых, аналитики посредством своих прогнозов, обзоров и рекомендаций оказывают существенное влияние на рыночную стоимость компании – как в краткосрочном периоде, так и среднесрочном.

Во-вторых, полезно регулировать потоки информации между двумя каналами – непосредственно от компании рынку или опосредованно, через аналитиков. Выбор очередности использования каналов зависит от типа новости и типа инвесторов, преобладающего в структуре собственности компании.

В-третьих, аналитики тоже люди и, следовательно, они тоже могут ошибаться. Наиболее вероятны ошибки аналитиков при составлении прогнозов и при оценке эффективности решений компании, которые требуют сложного, многоходового анализа.

В-четвертых, во избежание ошибок аналитиков необходимо поддерживать тесное общение с ними: своевременно отслеживать обзоры и рекомендации, когда имеют место комплексные решения, давать свои пояснения, расчеты и оценки, формировать у них адекватные или чуть-чуть заниженные ожидания будущих показателей.

Таблица 1. Рекомендации по эффективному регулированию потока информации

Тип новости Тип инвесторов	Хорошая новость	Плохая новость и сложная для оценки рынком
Индивидуальный	Сначала сделать публичное объявление, а потом сообщить аналитикам.	Сначала сообщить аналитикам, а потом инвесторам.
Институциональный	Можно одновременно сообщить и инвесторам, и аналитикам.	

⁷ Alpert, M., and H. Raiffa (1982), “A progress report on the training of probability assessors,” in D. Kahneman, P. Slovic and A. Tversky, eds., *Judgement under uncertainty: Heuristics and biases*, Cambridge University Press.

12. Поведенческие факторы в управление стоимостью компании

1. Поведенческие финансы: учет нерациональности поведения человека
*А. Солодухина,
Д.В. Ретин, Ph.D., профессор кафедры экономики и финансов фирмы,
Государственный университет – Высшая школа экономики*
2. Поведенческие особенности принятия решений менеджерами и их влияние на стоимость компании.
А. Солодухина,
3. Психология инвесторов: реакция рынка и стоимость компании.
*А. Солодухина,
Д.В. Ретин, Ph.D., профессор кафедры экономики и финансов фирмы,
Государственный университет – Высшая школа экономики*
4. Как не «повредить» компании при объявлении новостей
А. Солодухина,
5. Роль прогнозов финансовых аналитиков в формировании рыночной стоимости компании
*Д.В. Ретин, Ph.D., профессор кафедры экономики и финансов фирмы,
Государственный университет – Высшая школа экономики*