ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Т. В. Теплова

ЭФФЕКТИВНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ДИРЕКТОР

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ
ДЛЯ БАКАЛАВРИАТА И МАГИСТРАТУРЫ

2-е издание, переработанное и дополненное

Рекомендовано Учебно–методическим отделом высшего образования в качестве учебного пособия для студентов высших учебных заведений, обучающихся по экономическим направлениям и специальностям

Книга доступна в электронной библиотечной системе
biblio-online.ru

Москва ▪ Юрайт ▪ 2015

УДК 33
ББК 65.290-93
Т34

***Автор*:**

Теплова Тамара Викторовна — доктор экономических наук, профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций департамента финансов факультета экономики, заведующая проектно-учебной лабораторией анализа финансовых рынков Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

Теплова, Т. В.

Т34 Эффективный финансовый директор : учеб. пособие для бакалавриата и магистратуры / Т. В. Теплова. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2015. — 507 с. — Серия : Авторский учебник.

ISBN 978-5-9916-4936-0

Систематизированы знания, навыки и компетенции финансового директора современной компании. Изложены методы финансового анализа и управления, которые применяются ведущими консультантами глобального рынка (*Boston Consulting Group, McKinsey, Merrill Lynch*), а также практика финансового выбора ведущих российских компаний. Приведены примеры использования на российском рынке огромного спектра финансовых инструментов, позволяющих добиться желаемых результатов. Акцентировано внимание на лучших образцах построения финансового управления, а также на проблемных зонах, которые зачастую игнорируются российскими менеджерами. Данное пособие помогает овладеть специфическим (специальным) языком профессиональных финансистов, понять логику оценки инвестиционной привлекательности бизнеса со стороны профессиональных игроков рынка капитала.

Во второе издание включены разделы, посвященные антикризисной финансовой стратегии.

Для тех, кто решил получить максимальный результат от погружения в мир финансовых знаний, кто готов пройти по четко выстроенным ступеням превращения знаний в востребованные на сегодняшнем рынке компетенции эффективного финансового директора, а также для студентов, аспирантов, преподавателей вузов.

УДК 33
ББК 65.290-93

© Теплова Т. В., 2008
© Теплова Т. В., 2010, с изменениями
© ООО «Издательство Юрайт», 2015

ISBN 978-5-9916-4936-0

Оглавление

Предисловие 7

Глава 1. Новая роль финансиста в компании 9

1.1. Внешнее окружение компании. Что нового? 10

1.2. Болезни компаний. Какой доктор нужен компании? 18

1.3. Триада финансовых решений компании и общий блок компетенций финансового директора 32

1.4. Тенденции в развитии финансово-экономической службы и трансформация функций финансового директора.....36

1.5. Функции и структура построения финансово-экономической службы в российских компаниях 42

1.6. Пример регламента «Положение о ФЭС» 56

1.7. От эйфории быстрого роста «тучных лет» к концу периода легких денег и антикризисной финансовой стратегии 57

Основные термины.....72

Глава 2. Построение языка бизнеса: от бухгалтерской терминологии к стоимостной 75

2.1. Откуда берется язык бизнеса?.....76

2.2. Бухгалтерская модель анализа компании 81

2.3. Блеск и нищета традиционных финансовых показателей. Важность диагностики здоровья компании..... 106

2.4. Альтернативный взгляд на финансовую аналитику: стоимостная модель анализа 110

2.5. Особенности стоимостной аналитической модели компании 113

2.6. Какая стоимость учитывается при принятии решений?..... 116

2.7. Новое видение привлеченного и вложенного капитала, прибыли и денежного потока..... 123

2.8. Пример построения финансовой модели компании «Акрихин» и расчета рыночной стоимости 133

Основные термины.....147

Глава 3. Рекомендации по построению финансовой модели компании 153

3.1. «Война метрик» в выборе финансовой цели 154

3.2. Моделирование свободного денежного потока компании как ключевого параметра, определяющего стоимость..... 157

3.3. Финансовая модель и обоснование темпа роста. Как избежать дефицита или избытка денежных средств? ... 169
3.4. Финансовая модель и выбор между двумя стратегиями развития бизнеса ... 175
3.5. Упрощенная финансовая модель на базе ключевого показателя деятельности ... 178
3.6. Вмененная стоимость как финансовый бенчмарк и пороговые точки разрушения стоимости ... 182
3.7. Модель экономической прибыли в построении рычагов создания стоимости ... 185
3.8. Модель внутренней нормы доходности компании на основе потока денежных средств *(CFROI)* ... 195
Основные термины ... 198

Глава 4. Какую отдачу требуют владельцы капитала, и может ли финансовый директор ее оценить? ... 203

4.1. Признание платности капитала инвесторов ... 204
4.2. Затраты на капитал компании как барьерная планка для менеджеров ... 206
4.3. Ключевые решения. Где стоит барьерная планка? ... 210
4.4. Субъективный и модельный подходы к заданию барьерной ставки по собственному капиталу ... 213
4.5. Нижняя планка доходности на рынке ... 220
4.6. Зачем финансовому директору семейной или непубличной компании изучать корпоративные финансы? ... 226
4.7. Учет специфических факторов риска и многофакторные модели формирования требуемой доходности ... 230
4.8. Польза портфельных моделей и β-коэффициента для финансового управления компанией ... 231
4.9. Как в мировой практике принимают решения по оценкам требуемой доходности по капиталу? ... 239
4.10. Как дорого обходится заемный капитал для компании? ... 251
4.11. Зачем нужно знать банковские методики оценки кредитного риска? ... 257
4.12. Как крупнейший мировой консультант подошел к проблеме оценки ставки дисконтирования по РАО «ЕЭС Россия» ... 264
4.13. Ставка отсечения по социальным проектам, реализуемым с участием государства ... 267
4.14. Барьерная ставка в регулируемом бизнесе для формирования тарифов ... 269
Основные термины ... 275

Глава 5. Разработка финансовой стратегии. Как финансовые решения добавляют стоимость? 279

5.1. Финансовые решения компании, виды заемного капитала 280

5.2. Финансовая стратегия, структура капитала и дивидендная политика 290

5.3. Диагностирование «эффекта финансового рычага» и долговой нагрузки 296

5.4. Финансовый рычаг успешных компаний — ориентир для компаний рынка 301

5.5. Метод анализа операционного риска в обосновании предельного уровня долговой нагрузки 306

5.6. Специфика диагностики эффекта финансового рычага в российской практике 315

5.7. Моделирование финансового рычага методом WACC 319

5.8. Балансирование налоговых выгод и издержек финансовой неустойчивости при работе на заемном капитале 324

5.9. Проверка целесообразности изменения структуры капитала методом EBIT — EPS 331

5.10. Использование информационных сигналов в финансовой политике 334

5.11. Финансовый директор на службе собственников. Дисциплинирующий эффект заемного капитала 336

5.12. Метод ключевых факторов влияния на стоимость в оптимизации финансового рычага 339

5.13. Как дорого стоит рост за счет собственных внешних источников? 341

5.14. Финансовые взаимоотношения с собственниками (дивидендная политика) 350

5.15. Оборотный капитал и прогнозирование текущих финансовых потребностей 359

Основные термины 368

Глава 6. Разработка инвестиционной политики компании 373

6.1. Интеграция инвестиционных и финансовых решений 374

6.2. Инвестиционные решения, инвестиционные проекты и сбалансированная инвестиционная программа 377

6.3. Аналитика инвестиционных предложений 386

6.4. Эффективность инвестиционных решений. Как лучше диагностировать? 388

6.5. Проекция риска в инвестиционной деятельности 397
6.6. Регламентация отбора инвестиционных предложений 398
6.7. Обоснование привлечения финансирования под инвестиционный проект 398
6.8. Ошибки в разработке и представлении бизнес-планов 403
6.9. Специфика принятия инвестиционных решений по покупке контроля над функционирующей компанией 405
6.10. Диверсифицированный рост и внутренний рынок капитала 415
6.11. Оценка «побочных эффектов» инвестирования и ценность управленческой гибкости 417
Основные термины 423

Глава 7. Нефинансовые факторы создания стоимости и компетенции финансового директора 425
7.1. Зачем финансовому директору разговаривать с рынком и о чем? 426
7.2. Корпоративное управление как нефундаментальный фактор создания стоимости 437
7.3. Качество информации — первое требование корпоративного управления и финансового маркетинга 443
7.4. Как структура собственности влияет на рыночную стоимость компании? 447
7.5. Как создается интеллектуальный капитал компании? 450
7.6. Социальный капитал и устойчивое развитие бизнеса 462
7.7. Помощь финансовой службы HR-подразделению компании и комитету совета директоров по вознаграждениям 467
Основные термины 484

Список литературы 487

Приложение 1 489

Предисловие

Зачастую работу современного финансового директора сравнивают с виртуозным искусством. Степень ответственности и круг решаемых вопросов растут из года в год. Все большую значимость приобретают новаторские решения, учитывающие изменения внешней среды. Умение развить талант финансиста, двигаться по карьерной лестнице в области финансового управления является неотъемлемым качеством современного менеджера компании. Это позволяет стать компетентным, эффективным финансовым управляющим, который фактически является вторым лицом в компании, а при определенном складе характера (прежде всего при наличии лидерских качеств), в состоянии стать первым.

Высокая степень профессионального мастерства базируется на накопленном опыте и приобретенных знаниях. Данное учебное пособие должно помочь начинающему финансисту компании, так как в нем раскрыты секреты мастерства, которые высоко ценятся на рынке труда профессиональных управленцев. Оно будет полезно и для генерального директора — позволит ему лучше представить круг компетенций финансового топ-менеджера компании, зоны его ответственности и ступени совершенствования. Интересна эта книга и работникам нефинансовых функциональных подразделений компании (службе работы с персоналом, с инвесторами, обществом), так как акцентирует внимание на точки соприкосновения с финансистами.

Как работает финансовый директор? Что учитывает при принятии решений? Как оценить вклад его функционального подразделения в успешность компании? Это те вопросы, которые часто обсуждаются в процессе бизнес-образования и не всегда находят отражение в академической и деловой литературе. Эта книга для тех, кто любит и готов считать (учитывать), анализировать и стоит перед сложным выбором принятия долгосрочных инвестиционно-финансовых решений.

Глава 1

Новая роль финансиста в компании

На нефтеперерабатывающем предприятии решили провести аттестацию управленческого персонала. Вызывают работников различных служб и задают один-единственный вопрос: «Сколько будет дважды два?» Инженер на вопрос отвечает: четыре, его благодарят и отпускают. Бухгалтер после некоторых колебаний отвечает, что в среднем четыре, но плюс-минус 2% с учетом трактовки различных пунктов стандартов составления отчетности. Среди финансистов наибольшего одобрения заслуживает тот, который у комиссии уточняет, «сколько нужно». А потом с успехом доказывает возможность получения и двух, и восьми. И это эффективный финансист?

1.1. Внешнее окружение компании. Что нового?

> За последние 50 лет в современном бизнесе произошла тихая революция; ее внешним признаком стало наступление разнообразных и быстро развивающихся компаний, в которых либо задействовано незначительное количество капитала, либо его нет совсем.
>
> *Арии де Гиус*

> Наряду с тонкими рыночными механизмами на российском рынке действует «государственный лом».
>
> *Из наблюдений финансового директора крупного холдинга*

Менеджерам российских компаний целесообразно при принятии решений учитывать ряд складывающихся тенденций как в мировой экономике, так и в России. Рассмотрим, что меняется в мире и как это оказывает влияние на принятие управленческих решений.

Главной характеристикой внешнего окружения, учитываемой современными менеджерами, является рыночная среда. Ее отличает прежде всего свобода выбора ресурсов и производимых продуктов (услуг). Как следствие — альтернативность и конкурентность, а значит, и экономическая ответственность вложенными деньгами (капиталом). Новыми реалиями рыночной среды к концу XX в. стали рост ограниченности ресурсов (особенно природных), усиление конкуренции как за ресурсы (включая денежные, трудовые), так и за потребителя, растущая неопределенность, порождаемая динамизмом происходящих процессов в экономике и политике, новациями в области передачи информации, в технологиях и продуктах. Процесс перехода к рыночным отношениям начался в Российской Федерации с 1990-х гг. и до конца не завершен. Остаются сферы экономической деятельности, регулируемые и финансируемые государством.

В мировой экономике трансформируются процессы глобализации. Во-первых, в середине XX в. на мировом рынке появились глобальные корпорации холдингового построения, которые поставили под сомнение вопрос о «приписки» к одному государству. Во-вторых, развиваются средства коммуникаций (прежде всего сеть Интернет), которые создали единое мировое информационное пространство. Географические расстояния перестали быть барьером и в коммуникациях, и в движении товаров (услуг). Например, многие программистские задачи для компаний США решаются персоналом, физически находящимся в Индии или России. В-третьих, осознание глобальных проблем (экологии, демографии, политического экстремизма), стоящих перед мировой цивилизацией, привело к усилению социальной направленности экономического развития.

Такие проблемы можно решить только общими усилиями человечества. В связи с этим формируется так называемое глобальное мышление с пониманием единства наций, постепенным стиранием социокультурных различий, трансформацией властных функций государств.

Широкий доступ к информации, новые технологии ее обработки позволили расширить доступ к обобщенной и привязанной к реалиям и задачам информации, а также создали условия для генерации новых знаний. Способность порождать новые знания является одним из действенных конкурентных преимуществ компаний. Новой чертой рыночной среды стал рост значимости интеллектуальных ресурсов (знаний, навыков, компетенций), включая предпринимательские способности. Интеллектуальные ресурсы заняли достойное место наряду с традиционными: землей (включая природные ресурсы), капиталом и трудом. Все больше экономисты отмечают признаки постиндустриального общества с ростом значимости сферы услуг и коренными изменениями в социальной сфере, когда главным и единственным критерием для занятия тем или иным делом, получения какой-либо позиции становятся не происхождение, национальность или иная принадлежность к социальной группе, а сформированные компетенции (подготовленность для выполнения определенных функций).

На большинстве глобальных товарных рынков этап ценовой конкуренции уже пройден. Стоимость товара или услуги перестает быть фактором, определяющим поведение потребителей. Потребительские свойства большинства товаров также практически идентичны. Компании вынуждены прибегать к дополнительным способам дифференциации, в частности воздействию на эмоциональную составляющую выбора. В позиционировании товара ключевую роль начинают играть торговая марка и бренд.

Переход от индустриальной (техногенной) цивилизации к постиндустриальному обществу с главенством знаний меняет и превалирующие формы ведения бизнеса. Экономической базой индустриального общества является промышленность, основанная на машинной технике. В рамках индустриальной экономики массовое производство, доступ и барьеры к сырьевым ресурсам обеспечивают экономию издержек и создают конкурентные преимущества. Выстроить барьеры для входа конкурентов и создать значительные материальные активы для массового производства товаров можно, только привлекая большой финансовый капитал, поэтому в индустриальную эпоху инвестор как владелец финансового капитала играет ключевую роль. Из-за недостаточности капитала отдельных лиц в мире развилась и стала доминирующей корпоративная форма организации бизнеса (как открытое акционерное общество с ограниченной ответственностью с вложенным капиталом и получением остаточного дохода). Главная функция корпорации в индустриальном обществе состоит в объединении денег мелких инвесторов для реализации крупных

начинаний (проектов). Особенностью финансового рынка индустриальной экономики является конкуренция компаний за деньги инвесторов. Эти деньги, их количество и скорость привлечения оказывают решающее влияние на успех реализации бизнес-идей, позволяют вывести на рынок новые продукты, разработать новые технологии.

В постиндустриальном обществе ситуация должна измениться, что уже прослеживается через такую форму ведения бизнеса, как партнерство в сфере интеллектуальных услуг (в аудиторской, консалтинговой деятельности). Эти изменения вызваны формированием знаний и их носителей. Финансовый капитал в сфере интеллектуальных услуг отступает на второй план. В академической литературе возникли даже термины «нефинансовый или интеллектуальный капитал компании», «социальный капитал компании» и обращается пристальное внимание на проблемы удержания его владельцев — «нефинансовых стейкхолдеров (заинтересованных лиц)».

Под **интеллектуальным капиталом** понимают имеющиеся у компании бренды, торговые марки, управленческие и технологические новации, налаженные связи с поставщиками и потребителями, даже так называемые административные ресурсы. Поставщиками интеллектуального капитала являются работники как носители специфических (важных для компании) знаний и компетенций, предпринимательских способностей. Носители интеллектуального капитала, так же как и собственники финансового, требуют законодательной защиты своего вклада, подталкивают к легализации новых форм взаимоотношений между основными участниками деятельности компании. Под **социальным капиталом** понимают сложившиеся социальные связи компании в обществе, которые базируются на доверии и признании заслуг.

Общемировой тенденцией является усиление финансового сектора экономики. Этот процесс имеет два последствия. С одной стороны, рост финансового сектора позволяет быстрее перераспределять деньги от богатых к умным. Финансовые рынки дают адекватную оценку стоимости активов, поэтому с их развитием ресурсы становятся более мобильными. Причем выигрывают компании «новой экономики». Главный экономист Международного валютного фонда (МВФ) Раджан Зингалес в своих работах доказывает, что рост финансового сектора ускоряет развитие высокотехнологичных сфер (электроники и фармацевтики), но почти бесполезен для табачной промышленности. Финансовые активы всего мира (капитализация локальных фондовых рынков, внешние и внутренние долги государств и компаний, а также банковские депозиты) за 2005 г. выросли со 133 трлн до 140 трлн долл.[1] Традиционно показателем развитости считается отношение финансовых активов к величине валово-

[1] Ежегодный доклад компании *McKinsey Global Institute*. Карта мировых рынков капитала, 2006. [Электронный ресурс] Режим доступа : http://www.mckinsey.com.

го внутреннего продукта (ВВП). В США, где финансовые рынки самые зрелые, отношение активов к ВВП достигло в 2005 г. 4,05 (десятилетием раньше — 3), в Европе — 3,03 (1,8). США к 2007 г. продолжают оставаться «финансовым пылесосом мира» — по оценке компании *McKinsey*, на эту страну приходится 85% мирового притока капитала.

С другой стороны, все больше генеральных директоров (CEO) крупнейших корпораций США ощущают давление фондового рынка на принятие решений (как краткосрочных, так и долгосрочных). Опросы и ряд исследований показывают, что менеджеры часто вынуждены ориентировать свою инвестиционную политику на краткосрочный период, поскольку при рыночной оценке компании инвесторы не учитывают будущие выгоды от долгосрочных вложений, т.е. страдают «близорукостью».

Существенную роль в принятии решений в компаниях стали играть фонды прямых инвестиций (private equity). Еще десятилетие назад компании, реализовывающие поглощение в качестве стратегического инвестора, имели фору перед фондами прямых инвестиций, так как могли обеспечить оплату покупки и собственными акциями, и деньгами. Более того, рынок существенно доплачивал за потенциальное улучшение качества управления, что позволяло стратегическому инвестору-покупателю платить премию к фундаментальной цене. В последние годы (начиная с 2002 г., после краха интернет-пузыря и терактов 11 сентября 2001 г.) из-за дешевизны заемных средств фонды прямых инвестиций и хедж-фонды стали привлекать огромные финансовые ресурсы и легко входить в капитал интересных для них компаний. Мировые компании прямого инвестирования выходят и на российский рынок: *TPG*, *Permira*, *Blackstone*. Значимыми игроками становятся фонды, созданные специально под инвестирование в российскую экономику: *Baring Vostok Capital Partners*, *Delta Private Equity*, *Alfa Capital Partners*, *Russia Partners*. Особенности их работы состоят в фиксированном сроке участия в капитале (обычно не более 7—10 лет) и существенном влиянии на принятие решений в компаниях, что дает им владение блокирующим или контрольным пакетом акций (например, как в «Яндекс», «Голден Телеком»). Свидетельством зрелости рынка прямых инвестиций на территории РФ являются сделки по покупке компаний на заемные средства (leveraged buy-out, *LBO*). В 2006 г. такую сделку по покупке «Корбины Телеком» провел фонд «Ренова Капитал» с привлечением денег Внешторгбанка (ВТБ), в 2007 г. — *Lion Capital* по покупке «Нидан Соки» с долговым финансированием *Goldman Sachs*.

Хедж-фонды и инвестиционные компании (банки) инвестируют на меньший срок, чем фонды прямых инвестиций (1—2 года) и часто занимают позицию миноритарных акционеров. Новые изменения в Федеральном законе от 27 декабря 2005 г. № 194-ФЗ «Об акционерных обществах» (в ред. от 27 июля 2006 г. № 146-ФЗ) позволяют им активно проводить свою политику в компаниях и защищать свои интересы.

Крупнейшими инвестиционными банками на российском рынке являются: «Ренессанс Капитал», «Тройка Диалог», *UBS*, «Альфа-банк», «Уралсиб», *J. P. Morgan*, *Lehman Brothers*, *Nomura*.

Единственная возможность для стратегических инвесторов, которых на рынке еще часто называют профильными, «переиграть» профессиональных инвестиционных игроков заключается в использовании в финансировании сделок различных инструментов. Выбор из имеющихся инструментов и конструирование новых — область компетенций финансовых менеджеров.

В лидеры глобального мира переходят развивающиеся страны, страны с переходной экономикой. В 2001 г. специалисты крупнейшего инвестиционного банка *Goldman Sachs* (*GS*) выдвинули гипотезу о высоком потенциале роста четверки стран, характеризующихся большой численностью населения: Бразилии, России, Индии и Китая. Был предложен акроним BRIC. Аналитики *GS* прогнозируют, что к 2050 г. эти страны войдут в шестерку самых крупных стран по размеру ВВП. В 2032 г. по размеру экономики Индия обгонит Японию, а в 2041 г. Китай обойдет США. Вначале гипотеза особого развития BRIC критиковалась, но к 2007 г. стали очевидны явные успехи выделенных стран. Доля «четверки» в мировом ВВП в 2006 г. выросла с 7,8 до 11% ($^2/_3$ роста приходится на Китай), а в долларовом выражении — более чем вдвое, с 2484 трлн до 5256 трлн долл. Китай стал четвертой по величине экономикой мира. К 2050 г. Россия войдет в число богатейших стран мира с точки зрения «подушевого» дохода, потеснив Италию и Германию. А по размеру экономики Россия к этому времени будет седьмой после Китая, США, Индии, Японии, Бразилии и Мексики. Концепция BRIC породила и новые инвестиционные идеи. Крупнейшие управляющие компании, такие, как *DWS Investment*, *Franklin Templeton Investments*, *HSBC Asset Management*, создали фонды BRIC. В конце 2005 г. *MSCI Barra*, ведущий провайдер фондовых индексов, ввел отдельный индекс для стран BRIC.

Существенные изменения происходят и в российской экономике. По результатам 2006 г. российская экономика вошла в десятку крупнейших экономик мира как по номинальному объему ВВП, который превысил 1 трлн долл., так и по реальному значению (по паритету покупательной способности ВВП России оценивается в 1,7 трлн долл.). По номинальному объему ВВП в 2006 г. Россия обогнала такие страны, как Мексика, Бразилия, Индия и Южная Корея, переместившись с 14-го места в списке крупнейших экономик мира на 10-е; по реальному — занимает 9-е место, вплотную приблизившись к Италии. Рост ВВП в 2006 г. составил порядка 7% (по сравнению с 6,4% в 2005 г.) и, по прогнозам экономистов, сохранится в ближайшие годы на таком же уровне.

По мере развития российской экономики, интеграции ее в мировой рынок логика происходящих в ней процессов все больше соответствует общемировой. Хаотично выстроенные группы компаний, объединенные

капиталом одного-двух собственников через консолидацию активов, избавление от непрофильных (не соответствующих стратегии) бизнес-направлений через создание управляющих центров (по аналогии с чистыми холдингами) превращаются в достойных конкурентов мировым лидерам. Все больше компаний осознают выгоды привлечения капитала на открытом (публичном) рынке, плюсы прозрачности и современных систем управления.

Большинство компаний в Российской Федерации реализуют стратегию быстрого роста, что косвенно подтверждает волна слияний и поглощений (как с географической и продуктовой диверсификацией, так и с созданием конгломератов). Ренкинг *Grant Thornton*[1] свидетельствует, что в России доля средних компаний, которые растут быстрее своих конкурентов в мире, увеличилась с 4% в 2005 г. до 14% в 2006 г. В странах, которые показывали быстрый рост в конце 1990-х гг. (Индия, Гонконг, Малайзия), акцент на расширение бизнеса сменился стратегией повышения рентабельности. Активизировалась зарубежная экспансия российского капитала. За последние пять лет объем накопленных зарубежных инвестиций вырос более чем в шесть раз. Объем инвестиций российских компаний в зарубежные активы составил порядка 13 млрд долл. (например, такие крупные сделки, как поглощение компанией «Евраз» компании *Oregon Steel Mills*, слияние алюминиевых компаний «Русал», «Суал» и *Glencore*, поглощения в области телекоммуникаций, металлургической и нефтяной промышленности).

Стратегия быстрого роста повышает актуальность вопросов привлечения капитала. Растет значимость рыночных инвесторов. За последние годы существенно выросла капитализация российской экономики, чему в определенной мере способствовали укрепление рубля, либерализация валютного законодательства, выход в свободное обращение акций «Газпрома», реформирование РАО «ЕЭС Россия», снижение страновых рисков, что диагностируется повышением странового кредитного рейтинга. За 2006 г. ведущий фондовый индекс — РТС вырос на 70,83%, а индекс ММВБ — на 67,5. Объем торгов на российских площадках увеличился по отношению к 2005 г. более чем втрое. Совокупная капитализация российских компаний за год почти удвоилась и достигла 908 млрд долл. Как положительный момент аналитики отмечают разрыв зависимости между ценами на нефть и динамикой фондовых индексов РФ, например индекса РТС. В 1990-е и начало 2000-х гг. рост цен на нефть моментально отражался в росте индекса, снижение стоимости нефти провоцировало падение рынка. В 2006—2007 гг. эта зависимость не наблюдалась. Несмотря на коррекцию цены нефти с середины 2006 г. индекс РТС движется вверх за счет активного роста компаний нере-

[1] Аудиторская и консалтинговая компания, работающая в 113 странах мира. Ренкинг строится по опросу руководителей компаний среднего бизнеса по странам (с численностью 100—500 чел.), в России опрос включает в себя 250 компаний из 11 городов.

сурсных отраслей — банков, телекомов, ритейла. Вместе с тем в этой бочке меда есть и ложка дегтя. В 2006 г. более 80% объема торгов на российских биржах пришлось на пять компаний «первого эшелона» — «Газпром» (почти 40%), РАО «ЕЭС Россия», НК «Лукойл», «Норильский никель» и Сбербанк России. Приток капитала наблюдался по всем развивающимся рынкам, что повлекло за собой увеличение капитализации. Так, бразильский индекс Bovespa вырос на 32,7%, мексиканский IPC — на 47,5, а Morgan Stanley Emerging Markets Free Index — на 29. За 2006 и начало 2007 гг. стала более очевидной связь российского рынка с динамикой всех основных мировых индексов. Капитализация российского рынка в большей степени начала зависить от международных потоков капитала, чем от экспортных доходов или счета текущих операций платежного баланса. С другой стороны, как показывают исследования экономистов, ключевыми факторами корректировок индексов развивающихся рынков все так же являются колебания нефтяных цен и ожидания изменений в процентной ставке США.

Сложная ситуация остается с привлечением заемных источников финансирования. Доля внутреннего кредита в ВВП составила чуть больше 20% за 2006 г. Это уровень 2005 г., хотя в 2004 г. эта доля равнялась 25,9% ВВП. На фоне роста капитализации и объемов деятельности это свидетельствует о складывающейся диспропорции между ростом экономики и банковским сектором, который должен его обслуживать. Отчасти ситуация сглаживается ростом прямых иностранных инвестиций, которые в 2006 г. составили более 13,7 млрд долл. Хотя правильнее говорить не о собственно притоке иностранного капитала, а о репатриации капитала, вывезенного в 1990-е гг., легализованного и тем самым защищенного законодательствами развитых стран и теперь возвращаемого. Собственно иностранный капитал приходит только в узкие сферы деятельности, характеризуемые отсутствием существенных административных барьеров, сложившегося спроса (например, на многие премиальные ниши товаров широкого потребления), слабостью местных игроков рынка, необходимостью существенных инвестиций в бренды и торговые марки (в частности, в пищевую отрасль и ритейл).

Задачи выхода и оперирования на мировых рынках, необходимость конкурирования с крупнейшими мировыми игроками на российском поле заставляет собственников по-новому подходить к подбору руководящего персонала. Существенная проблема российских компаний — нехватка квалифицированных управленческих кадров. С одной стороны, приглашаются иностранные специалисты-руководители («экспаты») с большим опытом практической работы. С другой стороны, на управленческие позиции в нефинансовых компаниях приходят профессионалы со стороны мировых аудиторских и консалтинговых агентств (например, из «большой четверки»). Определенный вклад в повышение профессионализма делают зарубежные и российские бизнес-школы, готовящие специалистов и предпринимателей новой формации.

Отчетливо прослеживается становление новой структуры экономики России, ключевыми фигурами в которой выступают государственные холдинги. Значительные положительные новости, определявшие в 2006 г. динамику российских фондовых индексов, касались консолидации и капитализации («народные IPO») групп компаний, контролируемых государством. Как следует из доклада, обнародованного аудиторской компанией *Ernst&Young*[1], 44% общего объема операций с российскими объектами пришлось на долю сделок, где роль покупателя играли компании с контрольной долей государства. Среди значимых сделок можно отметить покупку «Сибнефти» — «Газпромом», «Юганскнефтегаза» (как части бывшего ЮКОСа) — «Роснефтью», контрольного пакета «Силовых машин» — РАО «ЕЭС России», а «ВСМПО-Ависма» — «Рособоронэкспортом». При этом не всегда соблюдаются условия для формирования справедливой цены, многие потенциальные покупатели или владельцы (например, концерн *Siemens*, холдинг *Shell*) отсекаются ради соблюдения национального суверенитета. Экономисты ввели даже термин «административная конкуренция» для характеристики российских реалий (как конкуренция администраторов или чиновничья конкуренция). Часто аналитики в инвестиционных решениях компаний учитывают именно эту конкуренцию, а собственно рыночные (общеэкономические) факторы влияния отодвигается на второй план. Еще одна особенность влияния государства на экономику в Российской Федерации — приход в наиболее прибыльные сферы деятельности, а не в те, в которых не справляются рыночные механизмы, как это представлено в теории государственного капитализма. В результате в сырьевых отраслях, показывающих последние годы сверхприбыли, происходит процесс размывания частной собственности и выставление жестких барьеров на вход.

Еще одно слабое звено в бизнес-среде российских компаний — репутация политической системы и этики российского бизнеса в глазах мирового сообщества. Исследование, проведенное аналитическим отделом британского журнала «Economist» по заказу компании «Русал», показало, что «западные бизнес-лидеры обеспокоены низким уровнем корпоративного управления, прозрачности и деловой этики в России. Ссылаясь на это, только 10% опрошенных сочли российские компании конкурентоспособными на мировом рынке»[2]. Вызывают нарекания состояние гражданского общества, гражданских свобод и свободы прессы. В оценках глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума, соблюдения прав акционеров и кредиторов Oxford Analytica, в индексах восприятия коррупции Transparency International положение среды бизнеса в Российской Федерации ухудшается.

[1] Delivering on our promise. Global Review 2006/ Ernst & Young. [Электронный ресурс]. Режим доступа : http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Home.

[2] *Горовиц, Б.* Ведомости, 23 апреля 2007 г.