

## Критерий стратегического развития: адресность и ответственность

В.А. Уланов, Д.Э.Н.  
(НИУ ВШЭ)

Адрес для связи: VULANOV@HSE.RU

**Ключевые слова:** стоимость компании, адресность, ответственность.

Практика управления располагает технологиями, которые предусматривают использование современных инструментов мотивации и контроля за выполнением намеченного на основе принципов адресности и распределения зон ответственности на уровне как экономики страны в целом, так и отдельных ее отраслей, а также корпораций. На начальных этапах развития современной отечественной экономики российские компании активно апробировали различные зарубежные управленческие технологии. В настоящее время их недостатками становятся формальность оценок достигнутого и размытость ответственности за выполнение намеченного. С точки зрения практики управления необходимо оценить достижение целевых результатов и затраты ресурсов по относительно небольшому набору ключевых показателей деятельности. Такие показатели, как индикаторы, экономия времени менеджмента компании, помогают сконцентрировать внимание на стратегически значимых вопросах. В практике российских компаний были распространены показатели экономической добавленной стоимости (EVA) и доходности на инвестированный капитал (ROIC). Однако эти показатели создания стоимости, основанные на внутренней финансовой информации (EVA, ROIC), слабо отражают перспективы развития.

В 90-е годы XX века внедрение англосакской модели управления стимулировало оценку эффективности компаний через фондовый рынок. В качестве первоочередных задач компаний называют повышение их капитализации и создание дополнительной стоимости для акционеров, а также совершенствование системы корпоративного управления и повышения прозрачности для инвесторов. Это меняет критерии оценки. Однако практика показывает, что рынок не всегда способен отражать полноту информации о компаниях, что ведет к противоречиям в их развитии.

Для конкретизации оценки состояния бизнеса применяются различные показатели: рентабельность, прибыль-

### Telem

P.X. Macar

E-mail: VULANOV@HSE.RU

**Key words:** tra

An analysis of e

ность, затраты, стоимость и др. Выбор зависит от анализируемой задачи. Для решения одних задач требуется применение показателя «снижение затрат», других – «рост рыночной капитализации». Если целью компании, например, является долгосрочная максимизация ее стоимости, то использование показателей рентабельности инвестированного капитала, размера свободного денежного потока для оценки и управления стоимостью будет недостаточным. Руководителям и специалистам компаний нужны более надежные показатели для оценки результатов деятельности. В XX веке крупные корпорации IBM, Pan Am и Xerox являлись рыночными лидерами в своих отраслях, и финансовые показатели подтверждали это. Сейчас данные компании утратили лидирующие позиции: нефинансовые показатели (качество предлагаемых товаров и услуг, удовлетворенность клиентов и инновации) помогли конкурентам завоевывать рынок.

В рамках сложившихся условий и действующих законодательных, экономических и иных ограничений на деятельность бизнеса стоимость бизнеса является наиболее предпочтительным показателем. Неформальное использование стоимостной концепции в управлении бизнесом помогает решению задачи адресности и ответственности. Путем декомпозиции стратегии развития на ее составляющие функциональные стратегии, планирования и определения результатов деятельности с использованием ключевых показателей создается модель компании, обеспечивающая эффективность посредством управления факторами стоимости, распределение и закрепление ответственности за менеджерами компании.

В современной экономике России сильно влияние глобализации: конкурентное давление зарубежных производителей на рынки сбыта; конкуренция за ресурсы, рабочую силу, инвестиции, что ограничивает рост отечественных компаний. Вместе с тем это катализатор модернизации, поиска новых ниш – стимул развития.

Стоимость компании представляет собой сумму дисконтированных к текущему периоду будущих денежных потоков, подлежащих распределению между кредиторами, владельцами привилегированных и обыкновенных акций. Процесс управления стоимостью компании сводится к определению качественных и количественных факторов, а также к воздействию на них с целью прироста стоимости. В настоящее время основным риском является реакция инвесторов на происходящие на Украине события. Участники рынка ориентируются не на фундаментальные факторы, определяющие движение индексов на мировых площадках, а на локальные события и заявления политиков. Давление на рынок будет сохраняться и усиливаться по мере повышения рисков. Негативное влияние может быть краткосрочным, и рынок отыграет потери.

В расчете критериальных показателей важнейшим фактором становится определение результатов развития. Для целей управления значимыми являются не только стоимостные, но и натуральные показатели, например для энергетических компаний важен объем добычи и переработки сырья, продуктивность скважин, число простаивающих скважин, продолжительность разработки месторождений и др. С 2008 г. в отдельных странах в ограниченных сферах стали использовать биткойны – децентрализованную электронную валюту. Биткойны не подкреплены гарантиями ни одного государственного казначейства и в российской практике вряд ли получат широкое распространение. Корректировка уровня и динамики результирующих показателей развития компаний произойдет и при реализации предложений ряда руководителей ведомств и отдельных экспертов по изменению оценки российского экспорта: предложения поступают в ответ на экономические санкции Запада перейти с торговыми партнерами не только в Таможенном союзе, но и в Европе и Китае на рублевые расчеты. На такие расчеты предлагается перейти государственным экспортным компаниям. В настоящее время все операции и контракты крупные национальные и частные компании фиксируют в долларах США. Российские нефть и газ реализуют в долларах США. Следует учесть, что примерно половина российского экспорта и немногим менее половины российского импорта приходится на европейские страны, на США – соответственно 2 и 5 %. Требование оплачивать российский экспорт в рублях приведет к снижению конкурентоспособности. Кроме того, отечественные корпорации связаны длительными контрактами, которые заключены в определенных валютах. При реализации таких предложений критерий оценки бизнеса существенно скорректируется, но как распределится за это ответственность останется нерешенным вопросом.

Многие энергетические компании подчеркивают, что для них важно не столько повышение акционерной стоимости, сколько устойчивый ее рост. Показатели деятельности привязываются к стратегическим целям. В последние годы из-за проблем их достижения, обладания факторов, не поддающихся влиянию со стороны менеджмента, наблюдаются размытость постановки главной цели компании, попытки уйти от количественного ее определения.

Несмотря на отлаженную работу в отечественных компаниях по оценке критерия развития, внедрения си-

стем поощрения персонала, информирования акционеров и инвесторов и других управленческих технологий, сопоставление капитализации отечественных компаний с показателями мировых лидеров указывает на проблемы повышения стоимости. По уровню обеспеченности запасами сырья, объемам добычи и продаж, другим производственным показателям отечественные энергетические компании во многом превосходят конкурентов. Следовательно, эти фундаментальные факторы стоимости должны обеспечивать уровень капитализации компаний не ниже чем у конкурентов, однако отечественные компании значительно уступают зарубежным.

Одновременное влияние таких факторов, как необъективность оценок и иррациональность поведения индивида на рынке, а также информационная неэффективность рынков капитала и ограниченный характер раскрываемой компанией информации, предоставляет шанс повышения инвестиционной привлекательности и роста курса акций. С распределением ответственности с количественным определением меры (пока теория и практика) в этом случае не определились, но определились с названием: часто называют управлением настроениями инвесторов, поскольку предполагается эксплуатация психологических факторов поведения либо частного инвестора, либо аналитика финансового института. На практике эти факторы регулируются с помощью политики по управлению доходами и политики по раскрытию информации. Методы управления могут быть различными и даже специфическими (смещение времени информирования о реализации инвестиционных вложений и получении их отдачи, изменение принципов учетной политики и др.). Эти методы также формируют стоимость нематериальных активов компании. Интеллектуальные и информационные ресурсы (деловая репутация, компетентность сотрудников, различные базы данных и др.) превратились в основные факторы создания стоимости. В большинстве отечественных сырьевых компаний отсутствует понимание формирования и развития нематериальных активов, а их стоимость в настоящее время составляет более половины общей стоимости крупнейших компаний мира.

Цена акций крупнейшей компании России – ОАО «Газпром» – за последние 6 лет снизилась почти в 3 раза. В динамике стоимости акций нашли отражение не только снизившиеся темпы роста экономики ЕС и России. Негативно отражаются информационная неопределенность в отношении ценовой политики российской компании при поставках газа на экспорт, недостаточная информированность рынка о рентабельности реализации крупнейших проектов (производство сжиженного природного газа на Дальнем Востоке, Южный поток). Отрицательно воспринимается рынком информация, связанная с так называемой «сланцевой революцией» в США и попытками воспроизвести ее в Восточной Европе, усилением налогового давления. Угрозой позициям природного газа на европейском рынке являются процесс его либерализации, а также рост объемов поставки сжиженного природного газа.

При определении критерия развития энергетического бизнеса необходимо учитывать его высокую капиталоемкость: период отдачи на инвестированный капитал продолжительнее, чем для других видов деятельности.

Большой срок определяется периодом проведения разведочных работ, ввода месторождений в разработку, а также сроком эксплуатации основных фондов. При анализе сырьевых компаний необходимо учитывать длительность лицензии на добычу нефти – 20 лет (без учета разведочных работ) и 25 лет (с их учетом). Наиболее значимыми для сырьевых компаний являются условия режима недропользования, система налогообложения, включая ее специфическую рентную составляющую, и организационная структура. При сравнительном анализе критериев развития рассматривается возможность ликвидации разрыва в стоимости отечественных и зарубежных компаний вследствие снижения рисков ведения бизнеса и перехода на современные методики оценки запасов недр. Некорректным является прямое сопоставление российских и зарубежных компаний по запасам из-за различий в методике оценки запасов. К производственным мультипликаторам, позволяющим сравнивать

сырьевые компании на фондовом рынке, относятся капитализация/запасы и капитализация/добыча. Нормативных значений для мультипликаторов не существует. Например, для нефтяных компаний на развитых рынках уровень коэффициента P/E (отношения цены акции к чистой прибыли на акцию) находится примерно в диапазоне от 20 до 30.

Менеджмент заинтересован в положительной оценке компании рынком, стремится использовать современные управленческие технологии в текущей деятельности. При этом важным моментом формирования высоких показателей корпоративной стратегии является возможность их декомпозиции в показатели отдельных бизнесов и показатели центров ответственности. Наличие связи показателей позволяет оценивать вклад в итоги развития, определять ответственность за достижение целевых показателей.