

**Российская академия народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации**

Институт бизнеса и делового администрирования

На правах рукописи

БРАЖНИКОВ Федор Федорович

**МНОГОФАКТОРНОЕ ФОРМИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ
КОМПАНИИ**

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание

научно-практической степени

доктора делового администрирования (ДВА)

Научный руководитель

д.э.н., профессор, Гапоненко А.Л.

Москва 2019

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

В работе исследуются факторы, влияющие на формирование стоимости компании. Чтобы оценить стоимость компании необходимо знать выручку компании, ее динамику, прогноз выручки, уровень долга, отрасль (или отрасли) в которых компания действует. На основе этих показателей, можно весьма упрощенно получить примерную стоимость компании.

Поскольку любой финансовый показатель есть производная от управленческих решений, то можно сказать, что принятие правильных последовательных управленческих решений и снижение к минимуму неправильных, а лучше сказать, принятие решений, наиболее полезных из возможных в конкретный момент времени, есть цель компании для достижения целей развития и, следовательно, роста стоимости компании.

Актуальность темы работы вызвана тем, что несмотря на видимую теоретическую простоту обеспечения роста стоимости компании, вопросы влияния организационной структуры, культуры компании и механизмов принятия решений на стоимость компании является недостаточно проработанной. Особенно актуальна данная тема применительно к средним и малым компаниям.

Каждый владелец компании, начиная бизнес, надеется на развитие, рост его стоимости, однако, зачастую, не имеет четкого понимания рисков для компании от принятых тех или иных решений, важности построения внутренней инфраструктуры компании, точности расчета потребности в необходимых финансовых ресурсах, важности работы со стейкхолдерами.

Данная работа посвящена тому, чтобы дать владельцам компаний описание последовательности шагов создания необходимой инфраструктуры, механизма для принятия управленческих решений, ведущих к развитию компании и минимизации неверных управленческих решений с точки зрения стоимости компании.

В работе *ставится под сомнение наличие понятия справедливая (объективная) стоимость*, утверждается, что стоимость определяется скорее покупателем (инвесторами), а не продавцом, приводится точка зрения автора работы на определение термина “стоимость”.

В работе подчеркнута *важность четкого понимания (одинакового понимания, совпадения пониманий) задач*, как на уровне отдельного подразделения, так и всех структурных подразделений, вовлеченных в выполнение задачи, а также топ-менеджеров, ставящих задачу, описан механизм согласования правильного понимания целей подразделениями и топ-менеджерами, введено понятие “точки старта и окончания задачи” как более глубокое продолжение системы “задача – определение ответственного за задачу”. Сочетание “точек старта - окончания” разных задач дает более глубокое понимание аспектов принимаемых решений, что способствует более высокому качеству принимаемых управленческих решений.

В работе *анализируются нефинансовые факторы, влияющие на стоимость компании*, такие как имидж компании, работа с информацией о компании и подчеркнута важность позитивного потока новостей о компании, как часть стратегии повышения стоимости и как часть стратегии работы со стейкхолдерами. Показано, что информационный фон может влиять на стоимость компании и работа по формированию позитивного восприятия образа компании (или купированию проблем, связанных с негативным восприятием компании) возводит подразделение, занимающееся этой работой в разряд важнейших. Приведены задачи подразделения, указаны примерные шаги по работе данного подразделения, приведен список отчетов, который мог бы быть интересен для каждой из групп стейкхолдеров и мероприятий, которые можно осуществлять. Показано, что на этапе расширения бизнеса, когда финансовые показатели, практически гарантировано ухудшаются, стоимость компании зависит практически только от работы подразделения по работе с заинтересованными сторонами (стейкхолдерами) и информационного потока о компании.

В работе *показана важность для компании наличия реально действующего Совета директоров, определены его возможные задачи в российских компаниях*, показана его наиболее эффективная конструкция как “сообщество экспертов”, помогающее владельцу обеспечивать поступательное развитие компании.

В работе выявлен *механизм увеличения стоимости компании в процессе проведения IPO*.

Степень изученности темы исследования.

Многие научные аспекты данного исследования формировались на основе изучения, анализа и переосмысления теоретических и практических разработок отечественных и зарубежных ученых по проблемам оценки стоимости, формирования стоимости, методам оценки компаний и проблемам выбора применения конкретной модели к конкретным компаниям, взаимоотношений с инвесторами и, шире, со стейкхолдерами, изучения нефинансовых факторов, влияющих на стоимость компании, вопросам эффективной работы совета директоров, вопросам оценки эффективности работы подразделений и, шире, топ-менеджмента, по достижению целей, обозначенных в стратегии компании. Также изучались работы отечественных и зарубежных ученых и авторов по вопросам максимизации стоимости компании, подготовке компании к выходу на IPO.

Вопросами оценки стоимости компании и применению различных методов оценки к конкретным компаниям занимались такие зарубежные авторы, как А. Дамодаран, Н. Антилл, К.Ли, вопросами повышения рыночной привлекательности компании занимались отечественные исследователи А.А. Марченко, М.М. Куликов, Волков А.С., В. Черненко, В. Бочаров, авторами работ о роли совета директоров в компании и организации его эффективной работы являются М.Маккарти, Т.Флинн, Р. Парсон, М. Файген, И. Беликов. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. изучали вопросы соотношения стоимости компании в зависимости от принятых топ-менеджерами решений, выявлением факторов стоимости занимались Ф. Найт, Й. Шумпетер, Ж.Сэй, Р. Коуз, О.

Уильямс. Исследованиями о повышении результативности компании в сфере деятельности взаимоотношений с инвесторами занимались С. Брэгг, Т. Рьян, Ч. Якобс, М. Бреннан, С. Тамаронски. Основы восприятия инвесторами компании изучали Ф. Каррет, Д. Коэн, Э. Лефевр, Дж. Селден, Г. Тард, В. Битюцких, вопросы влияния нефинансовых факторов на стоимость компании широко изучаются в Deloitte, McKinsey, PWC, Boston Consulting Group, KPMG. Вопросами этапов выхода российских компаний на IPO занимались А. Лукашов, А. Могин, построению команд и их эффективности И. Адизес, Б. Меридит. Существенный вклад в концепции управления взаимоотношений со стейкхолдерами внесли И.В. Беликов, А.З. Бобылева, А.Л. Гапоненко, В.И. Корниенко, М.В. Савельева В.Ф. Уколов и другие.

Потенциал в изучении формирования факторов стоимости существует в разработке методик выбора применения моделей стоимости к конкретным компаниям, увязке вопросов общей ликвидности рынков и стоимости компании, разработке более активной позиции компании в разработке аргументов применения моделей расчета стоимости, более полного учета нефинансовых факторов в стоимости, учета рисков мгновенной потери стоимости в моделях стоимости, вопросам построения конкретных этапов действий компании по построению структуры, готовой к росту, построению алгоритма соответствия структуры компании росту стоимости.

Цель и задачи исследования:

Целью работы является разработка путей совершенствования методов управления компанией с ориентацией на рост ее стоимости.

Для достижения этой цели в работе поставлены следующие задачи:

- уточнить понятие стоимости;
- описать функционирование публичных финансовых (фондовых) рынков, как обеспечивающих максимальную оценку компании;

- выявить факторы, влияющие на стоимость компании, как путем формирования лучшей управляемости, так и путем формирования качественной коммуникации с потенциальными инвесторами, всеми стейкхолдерами;
- определить методы и инструменты, которыми компания может повысить свою управляемость и контролируемость со стороны собственников;
- предложить набор рекомендаций для обеспечения роста стоимости.

Объектом исследования является процесс совершенствования корпоративного управления с ориентацией на рост стоимости компании.

II. ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Уточнено понятие стоимости компании.

Можно предложить следующее определение стоимости: *Стоимость - это выраженная в денежном выражении согласованная оценка компании инвесторами, покупателями и консультантами (профессиональными участниками) финансового рынка, возможная по их мнению на текущий момент, исходя из всей полноты доступной (в открытом доступе) информации о компании, включающей в себя финансовые и нефинансовые факторы, оценку перспектив развития компании (идеи бизнеса и возможности его масштабирования), прогноз будущего денежного потока, а также внешнюю среду и развитость финансовой инфраструктуры, выраженная в согласии инвестировать в компанию или направить обязывающее предложение о покупке части, либо всей компании, исходя из этой оценки.*

В отличие от традиционных подходов, в предложенном определении учтены возросшая роль нефинансовых факторов, влияющих на стоимость, учтена роль юрисдикции компании и потенциальных инвесторов, выраженная во внешней среде и развитости финансовой инфраструктуры (финансового рынка), а также

отмечено смещение определения стоимости в сторону инвестора – покупателя, выраженное в готовности реально инвестировать (покупать) компанию.

Поскольку при определении стоимости компании используются различные допущения и предположения, определяются мультипликаторы и коэффициенты, велика роль экспертов, т.е. присутствует и доля субъективности, а значит нельзя говорить о полной объективности определения стоимости.

Выявлены такие факторы стоимости компании как принадлежность компании к отраслям “традиционной” или “новой” экономики, работа на стыке отраслей, инновационная бизнес-модель. В отличие от традиционных факторов в список факторов включены: идея бизнеса, его месторасположение и наличие международных связей (контрагентов, отделений в других странах), наличие финансовой инфраструктуры и бизнес-среды, наличие развитых коммуникаций со стейкхолдерами (открытость компании), формирование постоянного позитивного потока новостей, отлаженность бизнес-процессов и бизнес-процедур, способность к изменениям, качество принимаемых управленческих решений, наличие механизмов контроля за их качеством.

Определена связь между целями владения бизнесом и методами управления стоимостью компании. Для планомерного развития компания должна иметь правильную акционерную структуру и внутреннюю организационную структуру, оптимально соответствующую размеру, задачам, планам развития компании в данный момент времени. Организационная структура – это совокупность топ-менеджеров, ведущих компанию к заявленным целям (каждый по своему направлению), разделение полномочий и ответственности между ними, а также взаимодействия между собой. Можно говорить о выполнении владельцами “домашнего задания”, т.е. выполнении набора известных действий в определенной последовательности и на разных этапах, каждое из которых влияет на стоимость компании в положительном плане, а в совокупности дает возможность довести компанию до стадии пре-

публичности и определения стоимости для продажи владельцами части компании (всей компании) по устраивающей их цене.

Выявлена степень влияния инновационных подходов к управлению компаниями “старых” отраслей, выражающаяся в присвоении мультипликаторов инвестиционными консультантами. Эти мультипликаторы оценивают не только будущий денежный поток компании, но и ажиотаж инвесторов, позитивный поток новостей о ней и возможность роста капитализации компании в зависимости от популярности отрасли у инвесторов, их готовности к риску. В них следует учитывать наличие финансовой инфраструктуры и соответствующей бизнес-среды в виде инвестиционных площадок, бирж, способов финансирования, программ поддержки и стимулирования инициатив, низких процентных ставок, “дешевых” денег, политики, направленной на поддержку инноваций и нового бизнеса. Вывод на IPO хотя бы 2-х – 3-х компаний с рассчитанными (или принятыми) инвесторами мультипликаторами задают новый уровень для идущих следом компаний отрасли, превращая согласие инвесторов по одной компании в тренд, и сравнивая идущие следом компании с “эталоном”, применяя при необходимости, повышающие / понижающие коэффициенты.

Выявлена критическая роль Совета директоров. Наличие действенного Совета директоров позволяет избежать “детских” ошибок на этапе роста, а значит, сэкономить время, столь необходимое на этапе роста компании, рассматривать каждый вопрос “несколькими головами”, расставлять акценты, использовать опыт и знания людей, включенных в Совет директоров. Совету директоров следует играть активную роль в компании, выполняя роль своеобразного “Совета мудрецов”, не принимающего участия в каждодневной деятельности компании, но задающий вектор развития, контролирующий исполнение решений. Совет директоров может и должен играть активную роль в компании даже если в компании 1-2-3 владельца – акционера. Совет директоров контролирует реализацию стратегии, задает направление движения компании, контролирует работу топ-менеджмента и генерального директора,

оценивает принятые топ-менеджментом решения по критериям успешности, полезности для компании. Совет директоров выступает буфером между топ-менеджерами и владельцем (-ами). Совет директоров играет роль эксперта, советника, консультанта, “громоотвода”, хранителя, контролера, критика, мотиватора, коллективного психолога как для владельцев – акционеров, так и для топ-менеджмента компании.

Показано влияние на стоимость компании грамотного взаимодействия с внешней средой.

Помимо финансовых показателей, качества и прозрачности корпоративного управления, стоимость компании все больше зависит от субъективного восприятия инвесторами компании, ожиданий, слухов, отсутствия нарушения компанией этических и социальных стандартов, совершения каких-либо действий, которые могут быть двояко интерпретированы, публичных скандалов.

Несмотря на всю субъективность восприятия инвесторами, стоимость компании может изменяться от 10 до 25% только на сведениях о репутации компании. Поэтому компания должна генерировать свой поток новостей и взаимодействовать с разными группами стейкхолдеров, чтобы повышать известность компании, информированность о ней инвесторов и профессиональных участников рынка, формировать имидж и заниматься репутационным менеджментом. Стейкхолдеры должны быть ранжированы по группам и с каждой группой должна проводиться работа, направленная именно на нее (конечно сохраняя главный упор на работу с инвесторами и кредиторами).

Предложен новый подход при финансировании банками компаний, ставящих целью рост стоимости. Идея заключается в восприятии банком себя не как только кредитора, но и инвестиционного партнера компании. В таком случае банк получает не только процентный доход по кредиту, но и доход от возможного (в случае реализации стратегии роста) роста стоимости компании, роста оборота компании, предоставления сопутствующих

финансовых услуг. Банк предоставляет не только финансирование, но и компетенции в управлении. Компания в свою очередь получает за пакет акций (который практически ничего не стоит из-за масштаба бизнеса компании, сложности оценки) финансирование и набор компетенций, экспертиз, консультаций. Банк входит в Совет директоров компании, получает доступ к оперативной управленческой информации, одобряет стратегию компании. Банк и компания вместо антагонизма становятся партнерами. Реализация стратегии компании и доступ к финансированию позволяет расти стоимости компании. Банк получает доход от реализации пакета акций по большей стоимости, а масштабирование такой программы позволяет как развивать финансовый рынок страны, так и зарабатывать на банку на масштабе и количестве проектов. Наличие подобного направления требует более продвинутых навыков в управлении от сотрудников банка (кредитных менеджеров), развития новых компетенций, что может занять сотрудников банков, чьи функции передаются алгоритмам и искусственному интеллекту.

Апробация и внедрение результатов исследования.

Ряд положений научной работы были апробированы на практике в компании ООО «МАММОНТ». В частности, была внедрена практика постановок целей, формирования цепочек целей и согласования действий по их достижению с топ-менеджерами (метод «чистого листа»). Данная работа позволила увеличить степень понимания менеджерами своих задач, уровень их взаимодействия друг с другом. В компании была внедрена система оценки полезности действий, а также оценка эффективности принятых решений. Благодаря внедрению данной методики были оптимизированы несколько бизнес-процессов, уточнены зоны ответственности подразделений, что позволило увеличить число заказов компании без изменения численности персонала. Внедрена система по выявлению риска мгновенной потери стоимости, что позволило выявить наиболее существенные риски и провести работу по их снижению. Проведена

работа по финансовому аудиту компании, ревизии финансовых моделей, что позволило выявить неэффективно использовавшиеся ресурсы и стабилизировать денежный поток компании, сделав его более предсказуемым. Это позволило закрыть кассовые разрывы в денежном потоке компании без использования заемных ресурсов, что дало экономию компании на выплате процентов и отсутствию необходимости залога оборудования компании в банке. Данные мероприятия способствовали увеличению выручки компании в 3 раза в течение 18 месяцев и способности компании, ее внутренней структуры, быть устойчивой и готовой к данному росту.

Логика и структура работы определены целью и задачами исследования. Работа состоит из введения, шести глав, заключения, списка литературы из 100 наименований. Основной текст изложен на 177 страницах, содержит 2 таблицы и 1 рисунок. Первая глава работы посвящена подходам к стоимости компании, вторая – функционированию финансовых рынков, третья – формированию стоимости в компании, четвертая – эффективной работе Совета директоров, пятая – взаимоотношениям со стейкхолдерами и формированию новостного потока о компании, шестая – вопросам финансирования компании, ее масштабированию, вопросам выхода на IPO.

III. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ РАБОТЫ

A) Традиционные и современные подходы к стоимости компании.

Понятие стоимость (value) учитывает будущие затраты и доходы и связано с прогнозированием изменения стоимостных показателей в будущем.

Три подхода к оценке стоимости компании или ее активов: затратный, сравнительный, доходный. Первые два так или иначе опираются на стоимостные показатели, имевшие место в прошлом, а доходный подход основан на прогнозировании финансовых показателей компании в будущем. Затратный метод в оценке компании или ее акций наиболее простой, поскольку основан на расчете стоимости чистых активов компании по балансовым

данным. Сравнительный подход используется при наличии данных о сделках по продаже аналогичных компаний или активов на рынке и коэффициентов приведения компании-аналога к оцениваемой.

Понятие рыночной стоимости (market value) связано с оценкой рыночной стоимости компании или ее акций, или любых активов на основе прогнозирования затрат и доходов, генерируемых объектом оценки в будущем.

Рыночная стоимость компании или актива зависит от того, сколько инвестор готов за них заплатить, что в свою очередь, зависит от того, какие денежные потоки и риски принесет инвестору актив или компания в будущем. Таким образом, рыночная стоимость актива или компании определяется:

- денежным потоком, генерируемым активом или компанией в будущем;
- распределением во времени этого денежного потока;
- рисками, связанными с генерируемым денежным потоком

Для оценки рыночной стоимости используются два основных принципа управления финансами:

- временная стоимость денег;
- связь риска и доходности вложений

Сочетание этих двух принципов выражается в общей модели оценки рыночной стоимости актива или компании (V) и отражающей приведенную стоимость денежного потока (CF):

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+i)^t},$$

где i – ставка (коэффициент) дисконтирования.

Эта формула отражает один из двух подходов к оценке стоимости компании – оценку стоимости с позиций настоящего времени с использованием дисконтирования будущего денежного потока. Возможен также подход к оценке стоимости компании в какой-то момент времени в будущем (T), при этом реализуется схема компаудирования:

$$V = \sum_{i=1}^T CF_t(1+i)^{T-t}$$

Согласно финансовой теории оценки, стоимость любого актива или бизнес-проекта равна приведенной стоимости всех ожидаемых денежных потоков, генерируемых данным активом (проектом). Для оценки стоимости актива необходимо:

- оценить срок жизни актива;
- вычислить денежные потоки в период срока жизни актива;
- определить ставку дисконтирования для вычисления приведенной стоимости этих денежных потоков.

При расчете стоимости компаний считается, что публичная компания в отличие от отдельного актива или проекта имеет потенциально бесконечный срок жизни. Поэтому стоимость публичных компаний равна приведенной стоимости бесконечного денежного потока.

Так как невозможно прогнозировать денежные потоки в бесконечность, то принято прогнозировать денежные потоки до окончания «периода роста» компании, а затем отдельно оценивать конечную или остаточную стоимость.

В финансовой теории различают полную **стоимость бизнеса** компании и **акционерную стоимость**. Стоимость всего бизнеса вычисляется путем дисконтирования ожидаемых денежных потоков для всей фирмы после оплаты всех операционных издержек и налогов, но до выплаты всех долговых обязательств. Эти денежные потоки дисконтируются с помощью средневзвешенной стоимости капитала (WACC). **Акционерная стоимость** компании вычисляется с помощью дисконтирования ожидаемых денежных потоков, принадлежащих акционерам фирмы. Это так называемые остаточные денежные потоки, которые остаются после того, как фирма расплатится по всем затратам, налогам и выплатит все долговые обязательства (как процентные выплаты, так и выплаты тела кредита). Оставшиеся после выплаты долгов денежные потоки дисконтируются со стоимостью акционерного капитала.

Когда речь идет об оценке стоимости компании для IPO, то имеется в виду оценка акционерной стоимости компании.

Для определения акционерной стоимости используется следующая формула:

Акционерная стоимость (Equity) = Стоимость бизнеса (Enterprise Value) – Чистый долг + Наличные денежные средства +/- Миноритарная доля.

Стоимость бизнеса вычисляется как приведенная стоимость всех будущих денежных потоков, генерируемых данным бизнесом.

Стоимость чистого долга равна стоимости всех денежных потоков, которые принадлежат кредиторам компании. Величина чистого долга вычисляется или по балансовой (кредиты в банках), или по рыночной стоимости долговых обязательств. Также в стоимость чистого долга включается стоимость привилегированных акций компании.

В результате акционерная стоимость компании равна стоимости денежных потоков, которые принадлежат только акционерам компании (владельцам акций и привязанных к акциям финансовых инструментов).

У публичных компаний она равна стоимости всех выпущенных обыкновенных акций, а также варрантов, опционов и конвертируемого в акции долга.

В литературе и на практике используют различные понятия и виды денежного потока (cash flow):

- FCF – свободный (free cash flow) денежный поток;
- NCF – чистый (net cash flow) денежный поток;
- CF – общий (gross cash flow) денежный поток;
- NOCF – чистый операционный (net operating) денежный поток

Прибыль после уплаты налогов и процентов по долгам (Earnings after taxes), уменьшенная на величину возврата краткосрочных долгов, представляет собой NCF (Net cash flow) – чистый денежный поток, который не учитывает денежный поток от инвестиционной деятельности.

Свободный денежный поток (FCF), создаваемый в результате операционной деятельности и инвестиционных решений компании, эквивалентен потоку

денежных средств, которые могут быть направлены ее инвесторам. В этом смысле не прибыль, не денежный поток как баланс поступлений и платежей, а именно способность компании создавать свободный денежный поток является важнейшей детерминантой ее экономической стоимости.

При оценке стоимости акционерного капитала, вместо свободного денежного потока (FCF), рассматривается остаточный денежный поток, который вычисляется по формуле:

$$CF_r = [FCF - \text{Возврат заемного капитала}].$$

Стоимость акционерного капитала в этом случае определяется по формуле:

$$V_e = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_{rt}}{(1+i)^t}$$

Любой прирост активов компании, ее развитие финансируются из источников, отраженных в одной или нескольких статьях пассива баланса компании.

Средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC) определяется как средневзвешенная величина альтернативной стоимости источников финансирования компании по известной формуле:

$$WACC = \sum Y_{jt} * K_{jt},$$

Формулу расчета также WACC можно сформулировать как:

$$WACC = Y_e * K_e + Y_p * K_p + Y_{pr} * K_{pr} + \sum K_{dj} * Y_{dj},$$

где Y – удельный вес отдельных составляющих как собственного (обыкновенных акций (e), привилегированных акций (p) и других составляющих (pr)), так и заемного капитала (dj) в структуре капитала компании, которые могут рассчитываться как по балансовой, так и по рыночной стоимости составляющих капитала;

K - стоимость обслуживания отдельных составляющих капитала, % годовых.

Показатель WACC играет определяющую роль при выборе компанией наиболее предпочтительного варианта инвестиционных проектов. Если IRR проекта меньше WACC компании, то реализация проекта приведет к снижению

стоимости компании. Поэтому принимать следует проекты с IRR, величина которого больше WACC компании. Также WACC используется в качестве ставки дисконтирования при оценке стоимости компании.

Если компания не имеет долга, то ставка дисконтирования денежных потоков равна стоимости акционерного капитала, которая вычисляется согласно модели оценки финансовых активов (capital asset pricing model – CAPM) по формуле:

$$re = rf + beta \times (rm - rf) \text{ где}$$

re – ожидаемая доходность акционерного капитала (стоимость АК);

rf – безрисковая ставка;

rm – доходность рыночного портфеля акций;

$rm - rf$ – премия за рыночный риск;

$beta$ – бета для модели CAPM.

Стоимость компании складывается из стоимости на фиксированном горизонте прогнозирования и стоимости на всем последующем оставшемся периоде ее функционирования (остаточной стоимости):

$$V = V(T) + PV(V(T + 1, \infty)) ,$$

Где $V(T)$ – стоимость компании за фиксированный период ее функционирования T , $V(T+1, \infty)$ – остаточная стоимость компании за последующий неопределенный период ее функционирования.

Важной модификацией формулы оценки стоимости действующей компании является формула, предусматривающая разделение потока FCF на две составляющие: поток, генерируемый действующим бизнесом компании без учета реализации новых инвестиционных проектов, - FCF_0 , и поток, генерируемый перспективными проектами компании в будущем – FCF_j :

$$FCF_t = FCF_{0t} + \sum_j^n FCF_{jt} ,$$

где n – число новых инвестиционных проектов;

j – номер проекта.

Тогда стоимость компании будет выглядеть как

$$V = V_0 + V_{\text{доп.}},$$

где V_0 – стоимость компании при условии развития существующего бизнеса и видов продукции и услуг, предоставляемых компанией в момент проведения расчетов;

$V_{\text{доп}}$ – дополнительная стоимость компании, связанная с реализацией компанией новых инвестиционных проектов, или стоимостная оценка перспектив ее будущего роста, вычисляемого по формуле:

$$V_{\text{доп}} = \sum_{j=1}^n NPV_j.$$

Следовательно, стоимость компании при реализации ею эффективных ($NPV_j \geq 0$) инвестиционных проектов увеличивается на величину NPV реализуемых проектов:

$$V = V_0 + \sum_{j=1}^n NPV_j.$$

В приведенных методах оценки стоимости компании допущением является то, что в расчет стоимости принимается прогноз денежных потоков в будущем без учета качества корпоративного управления, изменения планов, внешней среды.

Применение мультипликаторов

Для “быстрой” оценки компаний, а также оценки компаний, для которых сложно рассчитать денежный поток в будущем, а также для компаний, для которых можно найти компании-аналоги, по которым уже определена их стоимость, применяют метод мультипликаторов.

Для публичных компаний, акции которых котируются на биржах, рыночная капитализация есть стоимость компании в текущий момент времени. Метод мультипликаторов позволяет рассчитать “правильность” стоимости компании, исходя из отношения рыночной капитализации компании к какому-либо показателю.

Наиболее распространенным коэффициентом является P/E (price/earnings) – отношение рыночной капитализации компании к чистой прибыли. Часто используются мультипликаторы:

P/B (price/book) – отношение рыночной капитализации к сумме собственного капитала в балансе компании;

P/S (price/sales) – отношение рыночной капитализации компании к выручке компании (используется для анализа компаний, у которых нет прибыли).

С помощью мультипликаторов можно приблизительно оценить стоимость непубличной компании, если имеется история оценки компании-конкурента на основании применимого мультипликатора.

В таком случае известный мультипликатор применяют к показателю компании, получая примерную стоимость, причем показатель не обязательно должен быть финансовым (например, оценка запасов, количество потребителей услуг и т.д.).

Применение мультипликаторов является быстрым способом оценки компании по аналогии, но в этом способе присутствует доля необъективности, так как вопрос в том, кто и как устанавливает размер мультипликатора, а применение того или иного мультипликатора зависит от диалога между компанией и инвестиционным консультантом, причем мнение о корректности мультипликатора в конечном счете должен высказать рынок.

Б) Современные финансовые рынки

Современные финансовые рынки существуют в эпоху низких процентных ставок. Низкие процентные ставки влияют на общий объем денежных средств в системе мировых финансовых рынков, их ликвидность и общий рост котировок в связи с обесцениваем мировых валют по отношению к предыдущим периодам.

Поскольку уровни величины государственного долга стран Запада (имеется в виду в том числе и Япония), находятся на очень высоких уровнях по отношению к ВВП этих стран, то для обслуживания своих долгов, не подвергая риску социально-экономическое развитие этих государств, низкие ставки центробанков (имея в виду в том числе и ФРС) должны сохраняться, т.к. они влияют на ставки привлечения и доходности по обязательствам стран, а общий

уровень долга стран таков, что тенденция к увеличению отношения долга к уровню ВВП этих стран будет сохраняться.

Глобализация, развитие IT – технологий, возможности практически мгновенно перемещать капитал между крупнейшими финансовыми центрами и торговыми площадками, развитие автоматических алгоритмов торговли, насыщенность рынков ликвидностью, вливаемых особенно в больших количествах с 2008 года, развитие рынка деривативов, превратили финансовый (фондовый) рынок в “вещь в себе”, в котором товары, облигации, акции используются лишь в качестве “тикеров”, инструментов для получения дохода в большей степени для самих участников рынка, чем для потребностей реальной экономики.

В этой модели размещение облигаций и акций являются точками соприкосновения финансовой системы и реальной экономики друг с другом.

Существование трех глобальных эмиссионных центров: США, Евросоюза, Японии, обеспечивает постоянный приток новых денежных средств на рынок, а низкие ставки по кредитам и облигациям, высокая развитость инфраструктуры финансовых рынков, позволяет “переливать” финансы в самые “горячие” отрасли, такие как IT, медицину, биотехнологии, энергетику, “зеленые” технологии, финтех, позволяя финансировать исследования и разработки, производство высокотехнологичных продуктов. Компаниям “новых” отраслей присваиваются высокие мультипликаторы и коэффициенты, позволяющие инвесторам этих компаний рассчитывать на кратное увеличение своих доходов в момент проведения IPO этих компаний в будущем. Построенная индустрия обеспечивает каждый этап развития компаний, позволяя инвесторам надеяться на получение дохода в будущем, а компаниям на инвестиции – прямо сейчас.

Важно понимать, что коэффициенты и мультипликаторы присваивают отраслям не сами компании, а профессиональное сообщество участников рынка, достигающее консенсуса между собой. Таким образом, можно говорить о контроле участниками рынка механизмов перераспределения инвестиционных потоков, а учитывая, что и большинство товаров уже

являются биржевыми, то контроль за финансовыми потоками и возможными стоимостями компаний находится в руках финансистов.

Именно огромная ликвидность финансовых рынков образует единое пространственно-временное поле мировой экономики, и формирует цену (товаров, акций и т.д.) поднимая их уровни выше, чем они были бы, если бы не было сплошного финансового поля.

Мгновенный доступ к биржевым котировкам и всей полноте информации позволяет участникам рынка совершать свои инвестиции в расчете на изменение цены в будущем, в зависимости от ожиданий инвесторов, их финансового состояния, ожиданий рынков в целом, трактовке корпоративных событий каждой конкретной компании.

Рынок с удовольствием принимает новых корпоративных эмитентов, т.к. таким образом он расширяется “вширь” и повышает свою устойчивость.

Компании, ставящие целью рост своей стоимости должны соответствовать стандартам и правилам рынка, как с точки зрения финансовых показателей, так с точки зрения стандартов корпоративного управления и юридической чистоты оформления сделок и операций. Можно сказать, что компания должна выполнить своеобразное “домашнее задание”, по итогам выполнения которого она будет оценена по стоимости определенной, акцептованной рынком и приемлемой для него в момент размещения, но которая в любом случае будет выше, чем для непубличной компании.

Рынки в основном оценивают компании следующим критериям:

- по текущей выручке, будущему денежному потоку, дисконтированному к настоящему времени; свободному денежному потоку; уровню чистого долга в целом и по отношению к выручке;
- идее бизнеса, новым нестандартным идеям и методам (взглядам) в традиционных отраслях;
- принадлежности компании к “новым” отраслям, IT, медицине, биотехнологиям, энергетике, “зеленой” экономике или применяющих

инновационные цифровые технологии в традиционных отраслях, позволяющих “в корне” менять экономику, планирование, в традиционных отраслях.

Также все большую роль играют нефинансовые факторы:

- имидж;
- репутация;
- слухи, домыслы, неверные интерпретации;
- несоблюдение норм социальной ответственности;

Компании, выстраивая свою бизнес-архитектуру, бизнес-процессы, должны иметь ввиду не только финансовые показатели, но и формировать свой имидж, работать с репутацией, работать со стейкхолдерами, исходя из принципа, что, если не предоставлять им информации, интерпретируя ее в свете, нужном для компании, ее (информацию) все равно узнают и интерпретируют, но без участия компании.

Таким образом, можно сказать, что подразделение, отвечающее за коммуникации, также вносит свою лепту в формирование стоимости компании.

Для того, чтобы стать публичной, компания должна пройти следующие этапы:

- 1) Построить правильное “ядро”, создав механизм, предрасположенный к правильному целеполаганию, определению этапов и задач, механизму взаимодействия между подразделениями для выполнения задач, правильному пониманию задач и целей всеми подразделениями, отладке бизнес-процессов и нахождению оптимальных, проверке полезности принятых решений, проверке эффективности процессов и успешности их выполнения, готовности к взаимодействию с внешней средой, масштабированию, эффективному противостоянию внешним шокам, неблагоприятной конъюнктуре и технологическим вызовам, а также способный поддержать и способствовать расширению бизнеса и его развитию;
- 2) Осуществить поиск и привлечь финансирование для развития, масштабирования, роста. Привлечь инвестиционного партнера;
- 3) Достичь целевых показателей для выхода на IPO (финансовых и натуральных), создать соответствующую инфраструктуру (акционерную и

корпоративную), достичь приемлемости по цифровым технологиям, уровню корпоративного управления и его прозрачности, сформировать пул непротиворечивой аргументации для принятия инвесторами и профессиональными участниками рынка.

В) Начиная новый бизнес владелец (акционер) должен определить цель(-и) и понимать последовательность их достижения.

Любой владелец должен ответить на следующие вопросы самому себе:

- 1) Зачем мне нужен бизнес;
- 2) Каких целей я хочу достичь, владея бизнесом;
- 3) Через какой период я хочу достичь целей;
- 4) В каком случае я готов выйти из бизнеса;
- 5) Понимаю ли я условия в которых буду вести бизнес на начальном этапе;
- 6) Понимаю ли я количество необходимых финансовых ресурсов на начальном этапе;
- 7) Есть ли у меня необходимые финансовые ресурсы (возможности фондирования);
- 8) Как я буду формировать команду;
- 9) Какие задачи нужно решить в первую очередь, во вторую, в третью (последовательность шагов);
- 10) Какими навыками, компетенциями я обладаю;
- 11) Возможность масштабирования бизнеса

Владельцы (акционеры) должны понимать следующие постулаты:

- публичная компания всегда оценивается выше непубличной;
- возможность масштабируемости бизнеса – вопрос выживаемости компании;
- компания всегда должна стремиться к обладанию лучшими практиками, технологиями, процессами, специалистами, которые есть на рынке, где компания планирует работать;
- работу над имиджем и публичности компании нужно вести с момента начала деятельности (контакты с внешней средой);

- компания должна формировать внутреннюю культурную среду, а владелец должен следить, чтобы среда оставалась здоровой;
- вопросы финансов – критические для компании;
- с умными людьми работать проще и комфортнее на продолжительном временном отрезке;
- команда топ-менеджеров, советников, консультантов должна быть соответствующе мотивирована;
- важна правильная последовательность шагов;
- при совершении правильной последовательности действий рост стоимости компании происходит геометрически, а не арифметически.

Повышение стоимости компании (ее капитализации) - основная задача, стоящая перед владельцем (-цами), акционерами, ее топ-менеджментом, если компания планирует развиваться.

Прежде всего владелец должен обеспечить “внутреннюю устойчивость компании”. “Внутренняя устойчивость компании” состоит из следующих элементов:

- акционерная структура;
- внутренняя (корпоративная) структура компании;
- грамотное целеполагание как на уровне всей компании, так и на уровне конкретного подразделения;
- оценка понимания каждым топ-менеджером своих задач, соответствие понимания менеджера и понимания компании, понимание путей достижения задачи;
- мотивация подразделений, топ-менеджмента, сотрудников;
- эффективное взаимодействие подразделений друг с другом для выполнения задач, стоящих перед компанией;
- построение “системы открытых глаз” (информационной системы о работе и процессах внутри компании, доступной для лиц, принимающих решения и владельцев);

- построение системы рассмотрения задач, определения целей и путей их достижения;
- внедрение системы оценки полезности решений (действий), оценки их эффективности и успешности выполнения;
- построение листа процессов, к которым имеет отношение конкретное подразделение и определение точек взаимодействия с другими подразделениями;
- определение списка моделей, бюджетных заданий, правил, которые должны составляться, периодически проверяться и обновляться подразделениями;
- внедрение системы понимания “точки старта и точки окончания задания (действия, цели)”, способствующей более полному пониманию задач компании, чем в “системе задача – ответственный за задачу”, и, как следствие, рассмотрение большего числа нюансов при определении целей;
- система взаимодействия с внешней средой;
- определение списка информации и формы ее подачи для периодического информирования разных групп стейкхолдеров;
- разработка мер реагирования на возможные кризисы, вызовы;
- обновление средств производства;
- цифровизация процессов в компании;
- построение правильной организации труда;
- соответствие целей и ресурсов;
- наличие механизмов контроля;
- наличие эффективно действующего Совета директоров;
- соответствие владельца и/или топ-менеджеров декларируемым ценностям

Г) Построение механизма постановки целей и методов их достижения:

Планирование, а именно понимание, что должно быть сделано, для чего, на какие средства, а также кто персонально ответственен за исполнение определенной задачи, какие риски могут возникнуть перед компанией на

каждом этапе реализации своей деятельности позволяет сэкономить время и ресурсы.

Поставьте задачу топ-менеджерам (совладельцам) и попросите записать на чистом листе бумаги *список действий/мероприятий, которые необходимо осуществить для реализации задачи*. После обозначения действий / мероприятий, *попросите разбить эти действия на этапы*, т.е. обозначить мероприятия, которые необходимо осуществить для каждого действия и т.д. При этом набор действий для достижения цели не должен ограничиваться функционалом конкретного специалиста. Сравните полученные ответы. Можно сделать первичные выводы:

- 1) Кто-то пишет несколько действий, кто-то 10-12, кто-то 45-50. Чем больше написанных позиций действий/мероприятий, тем яснее менеджер представляет себе будущую деятельность и направления, в которых надо двигаться компании;
- 2) Чем больше действий/мероприятий упомянуто не из своего функционала, тем лучше менеджер представляет себе функционирование и взаимосвязи компании;
- 3) Если человек записывает много действий, в том числе из не своего функционала, это значит, что он обладает теорией (знаниями, опытом, мышлением, абстрактным мышлением, кругозором), которая (-ый) позволяют ему представлять то, что он пишет и обосновывать это;
- 4) Можно увидеть логические ошибки, или действия, которые вовсе не необходимы.

Записанные действия / мероприятия обсуждаются, дополняются, правильно формулируются и, далее, ранжируются по направлениям.

Затем, попросите топ-менеджеров (совладельцев) произвести ранжирование обсужденных действий/мероприятий по степени важности и, одновременно, по легкости (выполнения). Сравните полученные ответы. Можно сделать следующие выводы:

- 1) Представление о том, кто из менеджеров и как представляет себе приоритеты деятельности;
- 2) Представление о том, кто как обосновывает/аргументирует эти приоритеты;
- 3) Представление о том, как менеджеры представляют легкость/трудность задач, почему, и получить первичное представление о том, кого назначить ответственным за выполнение действия/мероприятия.

Записанные каждым менеджером градации по важности и легкости обсуждаются, дополняются, правильно формулируются и, далее, ранжируются по направлениям.

Затем, попросите своих топ-менеджеров (совладельцев) оценить временной период каждого действия, а также оценить какие из действий /мероприятий / процессов (как по разным направлениям, так и внутри одного направления) можно делать параллельно, а какие последовательно.

Сравните полученные ответы. Можно сделать следующие выводы:

- 1) Представление о том, кто из менеджеров и как представляет себе конкретное мероприятие (действие, процесс);
- 2) Представление о том, кто как обосновывает/аргументирует указанные им варианты;
- 3) Представление о том, как менеджеры представляют связанность задач, мероприятия по выполнению задач, общую деятельность компании, взаимоувязанность направлений.

Записанные каждым менеджером ответы о времени, параллельности, последовательности, взаимоувязанности процессов, обсуждаются, дополняются, записываются и, далее, составляется первичный план действий.

Затем, попросите своих топ-менеджеров (совладельцев) оценить примерные финансовые затраты каждого действия (“на глазок”).

Сравните полученные ответы. Можно сделать следующие выводы:

- 1) Первичный финансовый запрос менеджеров, уровень запроса и его обоснование;
- 2) Представление об общем уровне аргументации каждого менеджера;

3) Представление о том, как менеджеры представляют важность и взаимоотношенность задач с точки зрения направления финансирования.

Записанные каждым менеджером ответы об оценке стоимости мероприятий, направлениях трат и их общем уровне обсуждаются, дополняются, записываются.

Осуществив это мероприятие и заставив совладельцев, топ-менеджеров думать самим, можно получить следующие результаты (выводы):

- 1) представление об их представлении деятельности компании, способности представлять и формулировать задачи, уровне и стиле аргументации, способностях коммуникации, поиска компромисса;
- 2) познакомите их ближе друг с другом, наладите коммуникацию для дальнейшей работы;
- 3) первичный план действий по направлениям, ранжированный по важности, времени;
- 4) первичный (очень грубый) финансовый запрос;
- 5) определите сильные стороны менеджеров;
- 6) определите менеджеров наиболее хорошо себя зарекомендовавших как на отдельных этапах, так и в целом;
- 7) хорошее знание менеджеров о плане действий компании, отдельных составляющих.

Важно: при выполнении данного задания собственник компании получает общее представление о том, как совладельцы, топ-менеджеры представляют цели и задачи компании, а также то, как этих целей достигнуть. Необходимо, чтобы менеджеры сами думали и записывали свои мысли, не предлагать вариантов ответов, не предлагать поставить галочки и не объединять менеджеров в команды. Только их собственное мнение. Задание делается молча, варианты зачитываются, выписываются. Обсуждаются вместе.

Этот метод “чистого листа” можно применять как на оперативном, так и на стратегическом уровнях, как для задач всей компании, так и подразделений, департаментов, дивизионов, управлений, отделов.

Таким способом прививается культура обсуждений, постановки целей, формулирования путей их достижения, появляется возможность отслеживать перспективных специалистов (сотрудников), поднимается уровень понимания сотрудниками целей и задач компании, подразделения, управления, отдела, повышается вовлеченность в дела компании. Сотрудники нарабатывают опыт и привычку работы в команде, учатся мыслить шире, чем просто интересами своего подразделения. Это дает более широкое видение, люди начинают мыслить “вширь”, смотреть на проблему под разными углами, слушать и слышать других, взаимодействовать друг с другом (не обязательно с друзьями), становятся умнее, а работать с умными людьми всегда лучше, чем с неумными. Часто топ-менеджеры говорят, что надо подумать, надо поручить подготовить предложения, а потом их заслушать и обсудить. Тем самым топ-менеджеры переводят себя из разряда тех, кого спрашивают, в разряд тех, кто спрашивает. Обсуждения с вопросами, на которые можно ответить “Да/Нет”; “Принято /Не принято” допускать не нужно. Когда топ-менеджер отвечает так, складывается впечатление, что он понял, о чем, идет речь, подумал, проанализировал и сказал ответ, хотя, вероятно, он выбрал какой-либо ответ, не подумав и не понимая сути вопроса, но ответил, чтобы не подумали, что он не понял. Заставляйте топ-менеджеров самих формулировать мысли, обсуждать. Станет виден уровень понимания, вовлеченности.

Д) Построение системы оценки полезности действий, их эффективности (успешности)

Деятельность любой компании – это совокупность принятых решений и контроля за их исполнением. Решения принимаются каждый день на разных уровнях: на уровне отделов, секторов, управлений, департаментов, дивизионов, всей компании, группы компаний. Каждое решение имеет разный уровень важности и нужности для компании как в целом, так и на уровне конкретного подразделения, как в конкретный момент времени, так и в будущем.

Каждое решение может быть как отдельным (независимым), так и быть звеном в цепочке реализации более крупного решения. Цепочки решений также могут быть небольшими (на уровне задач одного отдела), касающимися отдельного подразделения (управления), касающимися нескольких подразделений (на уровне дивизиона), всей компании. Они могут быть как критически важными для деятельности компании, так и не влияющими на деятельность компании, быть как включенными в бизнес-процессы компании, так и не включенными в бизнес-процессы или обеспечивающие процессы (т.е. быть разовым).

Решение может быть как исполненным (выполненным), так и невыполненным, так и выполненным частично. Контроль выполнения принятых решений должен быть обязательным, за каждое решение должен быть назначен ответственный за его исполнение. Оценка степени нужности (правильности) решения для компании, а также степень выполнения данного решения позволяет осуществлять эффективный контроль.

Для того, чтобы понять на каком уровне управления находятся проблемы с исполнением решений, насколько оперативно, эффективно реализуются решения, можно предложить следующую процедуру.

Оценка полезности действий

Любое действие может и должно быть классифицировано по направлениям деятельности. Для каждого направления деятельности составляется шкала полезности:

Нейтрально

Скорее полезно

Полезно

Нужно

Очень нужно

Очень полезно

Важно

Критически важно

Скорее бесполезно

Бесполезно

Не нужно

Совсем не нужно

Не полезно

Вредно

Очень вредно

Все обсуждаемые действия классифицируются по направлениям и степени полезности. Важно, чтобы min 80%% действий были положительными и при этом коэффициент 0,8 соответствовал уровню действия.

Это означает, что все действия (функции) компании классифицируются в зависимости от степени необходимости (при этом необходимо следить за правильностью отнесения действия (функции) в соответствующий уровень положительной или отрицательной зоны).

При этом, любые действия, совершаемые на уровне каждого подразделения можно классифицировать, как одобренные на вышестоящих уровнях (согласованные), так и предпринимаемые по усмотрению сотрудника и/или руководителя (в рамках полномочий и компетенций).

Любое классифицированное действие можно отнести в соответствующую зону, а совокупность решений, отнесенных в соответствующие зоны, позволяет получить картину деятельности как конкретного подразделения в масштабе компании, так и компании в целом. Кроме того, можно получить “слепок” масштаба подразделения (по количеству действий (функций)), его вовлеченности (сопряженности) с другими подразделениями (по количеству действий, осуществляемых совместно с другими подразделениями (кросс-функций)), степени важности подразделения в масштабе компании (по количеству действий, классифицируемых на верхних уровнях положительной зоны).

Данная классификация позволяет выявить как критический функционал конкретного подразделения (т.е. направление действий самого важного уровня), так и основной функционал (уровень самого большого количества действий (функций), увидеть количество бесполезных действий (и делать соответствующие выводы по ответственному за направление (действие, функцию), оптимизировать количество действий (функций), делать лучшие практики стандартом. Также данная процедура позволяет продвигать ответственных сотрудников на кросс-функциональные задачи, а на уровне

целой компании – выявлять основные проблемные направления, менеджеров, принимающих неверные решения.

Важным для оценки по этой таблице является:

- А) общее количество действий (функций) в положительной зоне;
- Б) разброс действий (функций) по уровням в положительной зоне;
- В) общее количество действий (функций) в отрицательной зоне;
- Г) разброс действий (функций) по уровням в отрицательной зоне;
- Д) соотношение действий (функций) по уровням между положительной и отрицательной зонами

Важно, чтобы min 80%% действий были положительными и при этом коэффициент 0,8 соответствовал уровню действия.

Например, если совершается 10 полезных действий, классифицируемых как 2-й уровень положительной зоны, но есть одно действие, классифицируемое как Вредно (6-й уровень отрицательной зоны), то возникают вопросы к ответственному за направление, по которому было принято отрицательное для компании решение. Высокий уровень негативной зоны перевешивает все действия, относимых к более низким уровням положительной зоны.

Таким способом можно оценивать деятельность топ-менеджеров, курирующих различные направления деятельности компании, дивизионы (департаменты, управления), конкретные отделы.

Оценка эффективности действий

Любое совершенное действие может и должно быть классифицировано по эффективности (успешности) результатов по направлениям деятельности. При этом принимается во внимание тайминг действия, затраченные ресурсы, результат выполнения действия, заявленного как цель. Для каждого направления деятельности составляется шкала эффективности (успешности):

Нейтрально

Скорее успешно

Скорее неуспешно

Успешно

Неуспешно

В целом успешно	В целом неуспешно
Очень успешно	Плохо
Отлично	Очень плохо
Эффективно	Не эффективно
Гениально	Катастрофически

Все обсуждаемые действия классифицируются по направлениям и степени эффективности (успешности) реализации. Важно, чтобы min 80%% действий были положительными и при этом коэффициент 0,8 соответствовал уровню действия.

Это означает, что все действия (функции) компании классифицируются в зависимости от степени эффективности (при этом необходимо следить за правильностью отнесения действия (функции) в соответствующий уровень положительной или отрицательной зоны).

Любое классифицированное действие можно отнести в соответствующую зону, а совокупность решений, отнесенных в соответствующие зоны, позволяет получить картину эффективности деятельности как конкретного подразделения в масштабе компании, так и компании в целом. Кроме того, можно получить “слепок” масштаба подразделения (по количеству действий (функций)), эффективности его коммуникации с другими подразделениями (по количеству действий, осуществляемых совместно с другими подразделениями (кросс-функций)), степени важности подразделения в масштабе компании (по количеству успешно осуществленных действий, классифицируемых на верхних уровнях положительной зоны).

Данная классификация позволяет выявить как эффективность выполнения подразделением критического функционала (т.е. эффективность выполнения действий самого важного уровня), так и основного функционала (эффективность выполнения самого большого количества действий (функций)), увидеть количество бесполезных действий (и делать соответствующие выводы по ответственному за направление (действие, функцию)), оптимизировать

количество действий (функций), делать лучшие практики стандартом, осуществлять выявление наиболее эффективных сотрудников и продвигать их на кросс-функциональные задачи, а в дальнейшем - на уровень топ-менеджмента. На уровне целой компании данная процедура позволяет выявить основные проблемные направления, менеджеров, принимающих неэффективные решения.

Важным является:

- А) общее количество действий (функций) в положительной зоне;
- Б) разброс действий (функций) по уровням в положительной зоне;
- В) общее количество действий (функций) в отрицательной зоне;
- Г) разброс действий (функций) по уровням в отрицательной зоне;
- Д) соотношение действий (функций) по уровням между положительной и отрицательной зонами

Важно, чтобы $\min 80\%$ действий были положительными и при этом коэффициент 0,8 соответствовал уровню действия.

Например, если подразделением совершается 10 успешных действий, классифицируемых как 2-й уровень положительной зоны, но есть одно действие, классифицируемое как Очень плохо (5-й уровень отрицательной зоны) по одному из направлений, то есть вопросы к ответственному за направление, по которому принято решение, было неэффективно реализовано. Высокий уровень негативной зоны перевешивает все действия, относимых к более низким уровням положительной зоны.

Таким способом можно оценивать деятельность топ-менеджеров, курирующих различные направления деятельности компании, дивизионы (департаменты, управления), конкретные отделы.

Е) Система “открытых глаз”

Это ключевой элемент построения потоков информации, на основании которых принимаются управленческие решения, систем контроля за деятельностью как отдельных подразделений, так и компании в целом, прозрачности процессов

компании. “Открытые глаза” – это отраженная в электронных системах деятельность компании в динамике, при которой владелец может, в любой момент времени, не обращаясь к руководителю подразделения (-ий), получить информацию о текущей и прошедшей деятельности подразделения, процессах, происходящих в подразделениях (компании) в настоящий момент, и происходивших в предыдущие периоды и ознакомиться с их динамикой в времени. Наличие такой системы дает знание о происходящих операционных процессах в компании не из уст лиц, которые могут доносить информацию в искаженном или полуйскаженном виде, но из независимого источника информации, где можно найти информацию об узких местах компании, процессов, выявить аномалии или эпизоды деятельности, требующих внимания.

Владелец компании может не пользоваться данной программой каждый день, он может принимать решения на основании полученных данных, может не принимать, но у него **должна быть возможность получения информации о деятельности компании в любой момент времени.** “Я знаю, что происходит в компании, я принимаю решение на основании всей полноты информации”.

Для того, чтобы система функционировала ее надо не просто создать, как техническое решение, но и поддерживать его, провести обучение сотрудников работе с ним, обязать заносить данные, сделать частью рабочего процесса. Это должно идти именно “сверху”, а не “снизу”.

Одна из задач построения системы – привить навык автоматического отражения информации сотрудникам, понимания важности отражения информации, прививание навыка работы с информацией в динамике, понимания прозрачности их действий для проверки.

Другая задача – возможность выгрузки отчетов (в идеале) по любому аспекту деятельности компании как на текущий момент, так и в динамике.

Ж) Роль Совета директоров в компании

В большинстве российских компаний Совета директоров либо нет, либо его работа заключается в формальном одобрении решений собственника (-ов). Вместе с тем эффективно функционирующий Совет директоров является отличным органом контроля топ-менеджмента, помощником, экспертом, консультантом для владельца.

В российских условиях с контролирующим собственником роль обеспечения экспертизы является актуальной и наиболее востребованной задачей Совета директоров. Создание Совета директоров, наполнение его реальной работой, является как частью создания “внутренней устойчивости компании”, так и механизмом контроля за функционированием всей системы. Совет директоров осуществляет фокусирование и артикулирование актуальных проблем, проводит экспертизу решений, высказывает рекомендации и экспертное мнение по проблемам. Смысл создания именно Совета директоров, а не Наблюдательного совета или Экспертного совета заключается в его формализации в корпоративном законодательстве.

Построение компании “сразу правильно”, понимание того, что нужно делать, а что делать не нужно, когда делать нужные вещи (делать вовремя) позволит компании сэкономить время и ресурсы.

В российских условиях Совет директоров может выполнять следующие задачи:

- Защита прав акционеров компании;
- Контроль действий топ-менеджмента компании;
- Соотнесение краткосрочных и долгосрочных целей компании; повышение ее устойчивости на продолжительный период времени;
- Утверждение стратегии компании и контроль за ее исполнением на различных этапах;
- Контроль за эффективностью систем мотивации персонала;
- Участие в комитетах, учреждаемых Советом директоров;

- Обеспечение экспертизы и альтернативной точки зрения по вопросам, выносимым на Совет директоров со стороны топ-менеджмента, контролирующего акционера;
- Определение максимально точного положения нахождения компании на рынке относительно конкурентов, новых вызовов, новых экологических или иных регуляторных директив;
- Оценка новых вызовов для компании, их важности по степени влияния на компанию, возможности их нейтрализации, купирования, использования для улучшения положения компании на рынке, роста ее стоимости;
- Поиск новых возможностей для компании и проработка возможностей их использования;
- Реагирование на неблагоприятные факторы, могущие оказать влияние (или уже оказывающие) на компанию;
- Выявление прямых манипуляций менеджмента;
- Определение вознаграждений менеджменту и членам Совета директоров;
- Одобрение сделок с заинтересованностью, выявление случаев конфликта интересов;
- Обеспечение перехода руководства компанией наследникам акционера без потери управляемости компании

Эффективно функционирующий Совет директоров не может застраховать компанию от ошибочных управленческих решений, но может значительно снизить их количество, повысить общий уровень корпоративного управления.

Состав Совета директоров может меняться в зависимости от задач, стоящих перед компанией.

Наличие действенного Совета директоров позволяет избежать “детских” ошибок на этапе роста (а значит, сэкономить время, столь необходимое на этапе роста компании), рассматривать каждый вопрос “несколькими головами”, расставлять акценты, использовать опыт и знания людей, включенных в Совет директоров.

Совет директоров может и должен играть активную роль в компании даже если в компании 1-2-3 владельца – акционера. Совет директоров контролирует реализацию стратегии, задает направление движения компании, контролирует работу топ-менеджмента и генерального директора, оценивает принятые топ-менеджментом решения по критериям успешности, полезности для компании. Директора, входящие в Совет директоров, имеют полномочия требовать отчета у топ-менеджмента, запрашивать информацию, топ-менеджмент не может игнорировать Совет директоров. Совет директоров выступает буфером между топ-менеджерами и владельцем (-ами) – акционерами (зачастую не давая топ-менеджменту “задурить голову” последним), что отнюдь не означает отсутствие прямых контактов между владельцами – акционерами и топ-менеджментом.

Совет директоров также позволяет владельцу быть “над схваткой” в качестве арбитра.

Роль Совета директоров должна быть грамотно и четко прописана в Уставе компании, проработке которого стоит уделить пристальное внимание, даже на начальном этапе существования компании.

Внесение изменений в Устав, подготовка документов для Совета директоров будет прививать любовь компании к четкому документообороту, что поможет компании на этапе зрелости и фазах поиска инвестора и/или выхода на IPO.

Если в начале деятельности Совет директоров играет роль своеобразного “Совета мудрецов”, то с развитием компании его роль меняется. На этапе пре-публичности Совет директоров, как правило, усиливается значимыми персонами, которые добавляют респектабельности Вашей компании.

Роль Совета директоров в данном случае не столько роль “Совета мудрецов - экспертов”, сколько роль “знака качества” – своеобразного заявления, что с компанией можно иметь дело.

Наличие директоров из инвестиционной среды – большой плюс, увеличивающий стоимость компании.

3) Роль информации, информационного потока, позитивных новостей и работы со стейкхолдерами

Если тренд на большую открытость нельзя остановить, то будет разумным для компании самой раскрывать информацию о себе, определяя степень разумности по предоставляемой информации.

В случае предоставления компанией информации о себе, причем на периодической основе, ее имя становится известным, ее финансы анализируются, она попадает “в поле отслеживания”, к ней привыкают. Сам по себе выпуск расширенных отчетов, а не просто размещение баланса, отчета о прибылях и убытках, движении капитала, создает новое восприятие компании стейкхолдерами, контрагентами, инвесторами, займодавцами (кредиторами). Периодическое раскрытие информации, меняет внутреннюю культуру компании, ставит “правильные рамки” для работы топ-менеджмента, подразделений, создает динамику работы компании, задаваемые отчетными датами и периодами публикации информации, повышает критерии отражения информации в учетных системах компании, системах внутреннего учета, повышает требования к качеству управленческого учета, процессу принятия решений, качеству принимаемых решений, их формализации и юридическому оформлению, коммуникациям между подразделениями, общей организации бизнес-процессов. Информация об инвестиционных программах на будущие периоды, информация о планах развития создает “обещания, высказанные вслух”, дающие мотивацию для работы над выполнением озвученных утвержденных планов и достижения поставленных целей.

Повышение роста стоимости компании происходит с увеличением числа инвесторов, готовых рассматривать варианты инвестирования в капитал компании или ее долг. Чем большее количество инвесторов информировано о компании, тем выше шанс, что на компанию обратят внимание инвесторы.

Получателями информации о компании являются следующие категории:

- 1) Инвесторы, включая профессиональных участников рынка;
- 2) Банки;

- 3) Контрагенты;
- 4) Конкуренты;
- 5) Ассоциации и СРО;
- 6) Налоговые и иные государственные органы власти;
- 7) Собственные работники компании;
- 8) Местные жители;
- 9) СМИ

Для каждой из групп стейкхолдеров необходимо выстраивать собственную линию коммуникации.

Информацию, которую компания может предоставлять, можно поделить на следующие типы:

- 1) Периодическая, предоставляемая по форме с определенной степенью регулярности;
- 2) Разовая, предоставляемая один раз, по определенному поводу

Информацию, предоставляемой компанией, можно поделить на следующие виды:

- 1) Финансовая отчетность и пояснительная записка к ней. Включает в себя не только формы отчета о прибылях и убытках, баланса, отчета о движении капитала, но и расшифровки показателей по выручке, величине кредиторской и дебиторской задолженности с расшифровкой по срокам, величине уплаченных налогов, величине выплаченных процентов на обслуживание заемного капитала, финансовом результате и его объяснении, численности работающих в компании, выпуске продукции в натуральных величинах, выполнении производственных планов, объеме продаж, географии продаж, освоении новых видов продукции, износе оборудования, планах по обновлению основных средств, объемах НИОКР, нематериальных активах, корпоративных событиях, учреждении новых дочерних обществ, открытии филиалов, открытии новых производственных площадок (магазинов, офисов, представительств), слияниях – поглощениях (если были);

- 2) Инвестиционный план и отчет о выполнении инвестиционного плана за прошедший период: объем инвестиционной программы, состояние основных средств, уровня износа, средств производства, их уровня износа, объеме строительства, лизинге оборудования, поставках нового оборудования с указанием производственной мощности, построение и развитие IT-инфраструктуры, открытие новых офисов, магазинов, представительств, продажа франшиз (если применимо), развитие транспортной сети (если применимо), инвестиции для соблюдения экологических стандартов. Для отчета о выполнении инвестиционного плана – выполнение инвестиционного плана в денежном исчислении и в процентах от запланированного, перечисление выполненных мероприятий от включенных в инвестиционную программу и причины (объяснение) невыполнения (если есть невыполнение программы, дополнительные мероприятия, не включенные ранее в инвестиционную программу).
- 3) Отчет о производстве и Производственный план. Для отчета о производстве – информация об объеме производства за прошедший период в натуральных единицах, процент выполнения от запланированного, причины невыполнения плановых показателей, информация об обновлении средств производства, появлении новых средств производства, освоении выпуска новых продуктов, численности сотрудников, занятых в производстве. Для производственного плана - прогноз по объемам производства в натуральных единицах на будущий период, информация о обновлении основных средств, освоении выпуска новых продуктов, планах о вводе новых производственных площадок.
- 4) Отчет о продажах – информация о продажах в денежном эквиваленте, о соответствии продаж плану продаж (по выручке и натуральным единицам), о номенклатуре продаж и географии продаж.
Отчет носит более оперативный характер, чем отчет о производстве, инвестиционный план, финансовая отчетность.
- 5) Информация о корпоративных событиях:

- информация о новых назначениях, отставках, переименованиях, слияниях-поглощениях;
- информация о выводе новых продуктов, услуг;
- информация о вводе в строй новой производственной площадки, открытии филиала, офиса, дочерней компании, вводе в строй (покупке, поставке) нового оборудования, модернизации оборудования, начале – завершении проектов;
- интервью;
- экскурсии в компанию, на производственную площадку;
- конференции с аналитиками, профучастниками, инвестиционными консультантами, инвесторами

Перечисленные выше виды информации носят периодический характер и предназначены: в первую очередь для инвесторов, банков; во-вторую очередь - для контрагентов, ассоциаций и СРО, конкурентов, налоговых и государственных органов.

Регулярное информирование по определенному шаблону повысит узнаваемость компании среди банков и инвесторов, доступность информации позволит сделать первые выводы о качестве управления (периодическое предоставление информации (отчетов) по определенному шаблону к определенной дате требует продвинутых систем учета, координации работы подразделений, воли руководителей и понимания, что это нужно делать, а следовательно, и наличия определенного уровня бизнес-процессов в компании), поможет аналитикам сделать выводы о работе компании, включить просмотр информации о компании в регулярное расписание аналитика. Грамотное размещение информации, ее объяснение, аргументация произошедших событий позволяют компании доносить до заинтересованных лиц свою точку зрения, обходить острые углы в выгодном для компании ключе, демонстрировать открытость и готовность к обсуждению любых интересующих вопросов. У инвесторов появляется понимание, что происходит в компании.

В случае движения компании на финансовые рынки о ней уже будут знать.

Для местных жителей, местных сообществ и местных органов власти можно выделить следующие виды информации:

- 1) Отчет о социальной политике компании – информация о количестве созданных рабочих мест в компании для местных жителей, среднем уровне заработной платы, количестве налогов, уплаченных в местный бюджет, информация о местных социальных проектах, культурных мероприятиях, поддержанных (поддерживаемых) компанией, информация об экологической политике компании;
- 2) Информация о событиях компании:
 - разовая информация о поддержке культурных мероприятий, местных праздников, спортивных мероприятий;
 - разовая информация о социальных проектах предприятия;
 - разовая информация об экологических проектах предприятия;
 - интервью

Информация отчета о социальной политике компании и генерация разовых новостей по теме социально-экономического развития местных сообществ (города, региона) важна в первую очередь для формирования имиджа компании в глазах местных властей и жителей. Поддержка местных мероприятий формирует образ не “алчного капиталиста”, а “бизнеса с человеческим лицом”, бизнеса, который помнит о долгосрочных целях развития, а не только о прибыли.

Наличие социальных проектов, в которых участвует компания, положительно влияет на ее имидж, позволяет установить хорошие рабочие взаимоотношения с местными органами власти и, при условии качественно разработанных бизнес-планов с указанием выгод, которые получит регион, город от реализации намеченных планов компании, компания может надеяться на поддержку властей при реализации проектов.

Информация для собственных работников компании.

Компания должна наладить коммуникацию и с собственными работниками. Любой человек имеет право на уважение к собственному труду и объяснение что и зачем он делает.

Компания должна относиться к коммуникациям со своими сотрудниками, также как к коммуникациям со всеми остальными стейкхолдерами (что не подменяет работу HR), понимать важность этих коммуникаций. Основные цели коммуникации – мотивация сотрудников, приобщение к общему большому делу, создание чувства сопричастности, удержание ценных сотрудников, создание положительного образа (имиджа) работодателя, проецирование положительного образа на круг общения сотрудника, формирование чувства гордости за компанию. Обращение к работникам компании не должно быть формальным, - это работники компании, чей труд создает стоимость.

Формат взаимодействия может принимать следующие формы:

1) Периодическое обращение главы компании к сотрудникам.

Следующие аспекты должны быть отражены в обращении:

- результаты компании за период (выручка, прибыль, выход на новые рынки, освоение новых продуктов, ключевые вехи компании за период, модернизация основных средств производства);
- формулирование пользы (миссии) для потребителей компании (для чего мы работаем). Это та польза, которую компания приносит (не языком сухих цифр, а на эмоциональных примерах);
- упоминание пользы для города (региона), которую приносит компания, упоминание социальной деятельности компании;
- выражение благодарности всем сотрудникам за работу (обязательно);
- выражение благодарности отличившимся подразделениям;
- упоминание социальной работы компании по отношению к собственным сотрудникам;
- упоминание дополнительного вознаграждения, которое будет выплачено (важен не столько размер вознаграждения, сколько сам его факт; само наличие

премирования стоит закладывать в финансовый план компании; естественно, что размер премии не должен быть анекдотичным).

- планы компании на будущий период, обозначение целей;
- выражение уверенности в их достижении благодаря совместной работе (обязательно)

Цель данных обращений:

- А) Обеспечение лидерства;
- Б) Создание чувства единства команды и сопричастности к результатам компании;
- В) Информирование работников о компании (ключевые моменты будут транслироваться сотрудниками на круг знакомых);
- Г) Придание смысла работе сотрудников, чувства гордости за свое дело;
- Д) Создание и поддержание чувства уверенности (все нормально, все будет хорошо);
- Е) Создание положительного образа компании;
- Ж) Отсутствие расхождений обещаний и реальных дел;
- З) Создание материальной заинтересованности у работников;
- И) Снижение текучки ценных кадров;
- 2) Периодическое личное общение с ценными сотрудниками;
- 3) Информирование о корпоративных событиях в компании и краткое объяснение причин событий;
- 4) Информация о событиях в компании
 - разовая информация о поддержке культурных мероприятий, местных праздников, спортивных мероприятий;
 - разовая информация о социальных проектах предприятия;
 - разовая информация об экологических проектах предприятия;
 - интервью

Поскольку размещаемая компанией информация предоставляется для разных групп заинтересованных получателей, важен вопрос о том, кто согласовывает и размещает информацию, важны и внутренние пути сбора и предоставления

информации, сроки предоставления информации подразделениями, сроки размещения информации (направления информации заинтересованной стороне).

Заниматься информационной политикой компании должно отдельное подразделение, но есть ряд нюансов.

Если речь идет о предоставлении любой финансовой, производственной информации, информации о планируемых или осуществленных инвестициях, информации о продажах инвесторам, банкам, налоговым и государственным органам, ассоциациям, СРО, контрагентам, то она собирается службой финансового директора, заверяется им, и утверждается к размещению. Финансовая служба в компании и так аккумулирует всю информацию, прямо или косвенно влияющую на финансы компании, поэтому направление информации только ей не создает дополнительных потоков информации в компании (например, из подразделения продаж в информационную службу); снижает риск размещения неавторизованной информации информационной службой; “замыкает” информационную службу на Службу финансового директора в части финансовой и производственной деятельности предприятия.

Именно финансовая служба дает авторизацию на размещение информации, предназначенной для инвесторов, банков, налоговых и государственных органов, ассоциаций, СРО, контрагентов, деловых СМИ. Информационная служба играет чисто техническую роль координатора сроков, оказывает помощь в размещении информации, направлении заинтересованным сторонам.

Организацией выстраивания коммуникаций с местными сообществами, местными органами власти и самоуправления (не финансовые вопросы), сотрудниками компании, СМИ, выступает информационная служба.

При ведении корпоративных аккаунтов в социальных сетях не должно быть никаких политических публикаций, то же касается личных аккаунтов сотрудников информационной службы, топ-менеджеров компании – никаких политических комментариев, так как они ассоциируются с компанией.

В компании должна быть разработана информационная политика экстренного реагирования на нестандартные ситуации, которые могут привести к ущербу репутации компании – попадание сотрудников в ДТП, драки, вождение автомобиля в состоянии алкогольного опьянения, выявление случаев употребления наркотических средств сотрудниками компании, выявление брака в продукции компании, повлекшем негативные последствия, недовольство ключевого (важного) клиента (стейкхолдера), неудачное сообщение в социальных сетях, грубость сотрудников клиенту.

Компания должна разработать принципиальную реакцию на эти гипотетические события и последовательность шагов, чтобы при наступлении реальной ситуации не быть застигнутыми врасплох. Правильная (грамотная), своевременная реакция компании может купировать возможный репутационный ущерб, показать, что вопросы собственной репутации важны для компании.

Грамотно выстроенная работа с разными группами стейкхолдеров, различные типы отчетов и сообщений для каждой из групп, фокусировка на наиболее важной для конкретной группы стейкхолдеров информации, правильный выбор каналов коммуникаций позволяет компании формировать лояльную информационную среду, информировать о деятельности компании целевые группы (потенциальные инвесторы, банки), приучать к имени компании, качеству информации, ее периодичности. При выходе на публичные рынки компания сможет рассчитывать на премию к цене (за счет лучшего понимания инвесторами бизнеса компании, ее перспектив, а также большего числа инвесторов, склонных к инвестированию в компанию по причине информированности о ней), снижению ставок (по кредитам, займам или облигациям) по тем же причинам. Наличие собственных применяемых компанией стандартов работы, привычка к работе с информацией, позволит компании успешно работать с профессиональными инвесторами, для которых вопросы получения вовремя достоверной информации критичны для решения об инвестировании.

Роль информационной службы становится критической в момент осуществления инвестиционных проектов компании. В этот момент падают финансовые показатели компании и лишь работа с потоком новостей, их генерация, объяснение событий в позитивном ключе, работа с инвесторами, кредиторами, по объяснению событий в выгодной для себя интерпретации, помогает компании не терять в стоимости в этот момент. Компания может не терять в стоимости от 3 до 9 месяцев только за счет работы информационного департамента.

IV. ИТОГИ

В работе описано построение внутренних процессов, процессов принятия решений, алгоритм действий, которые должны быть произведены в компании для увеличения ее внутренней устойчивости, повышения качества управленческих решений, которые помогут компании уверенно развиваться, показывать лучшие финансовые результаты, и, следовательно, влиять на увеличение стоимости компании.