

Оглавление

| | |
|--|----|
| Введение | 1 |
| Глава I. Система управления стоимостью | 4 |
| §1. Сущность и преимущества управления стоимостью компании..... | 4 |
| §2. Зарубежная практика управления стоимостью компаний | 20 |
| Глава II «Оценка создания акционерной стоимости»..... | 26 |
| §1. «Оценка – путь к управлению стоимостью» | 26 |
| §2. «Факторы стоимости и их влияние на бизнес» | 44 |
| §3. Применение информационных технологий при управлении стоимостью компании..... | 58 |
| Глава III «Практическое применение системы управления стоимостью» | 64 |
| §1. Практика повышения капитализации ОАО «Ростелеком» | 64 |
| §2. Анализ по созданию акционерной стоимости ОАО «Ростелеком» | 71 |
| Заключение | 77 |
| Список литературы | 79 |
| Приложения | 82 |
| Приложение № 1 | 82 |
| Приложение № 2 | 83 |
| Приложение № 3 | 84 |
| Приложение № 4 | 85 |
| Приложение № 5 | 86 |

Введение

«Рыночная цена каждого отдельного товара определяется отношением между количеством его, фактически доставленным на рынок, и спросом на него со стороны тех, кто готов уплатить его естественную цену или полную стоимость...»

А. Смит «Исследование о природе и причинах богатства народов»

Рыночная экономика представляет собой систему экономических отношений между субъектами, в процессе которых под воздействием рыночных сил спроса и предложения формируется цена на товары и услуги. Это положение относится и к рынку ценных бумаг, на котором реализуются отношения по поводу выпуска и обращения ценных бумаг, и роль товаров и услуг передается финансовым инструментам.

Ценообразование, одна из важнейших функций фондового рынка, является индикатором для функции перераспределения денежных потоков. Такая ситуация особенно характерна для рынка акций, на котором за конкретным инструментом стоит предприятием всей совокупностью его хозяйственных связей и отношений.

В качестве подтверждения можно привести высказывание Дж. Мерфи¹. «Технический аналитик полагает, что причины, которые хоть как-то могут повлиять на рыночную стоимость фьючерсного товарного контракта (а причины эти могут быть самого разнообразного свойства: экономические, политические, психологические - любые), непременно найдут свое отражение в цене на этот товар» И независимо от вида финансового инструмента смысл фразы, которая стала постулатом технического анализа, остается неизменным - «Рынок учитывает все».

Аналогичное мнение отражено в работе коллектива авторов У. Шарпа, Г. Александера, Дж. Бэйли, где при определении эффективного рынка отмечено, что это «рынок, на котором цена каждой ценной бумаги в каждый момент времени совпадает с ее инвестиционной стоимостью, тем самым подразумевается, что вся существующая информация о рынке полностью и немедленно отражается в рыночных ценах»².

¹ Дж. Мерфи «Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика». Москва: «Диалог». 2000

² У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли «Инвестиции», Москва: «Инфра-М», 2003

Таким образом, участники фондового рынка при совершении сделок с ценными бумагами всегда исходят из доступной им информации для оценки эмитентов и принятия решений об инвестировании.

При формировании мнения о ценах на акции тех или иных эмитентов долгосрочные инвесторы и аналитики рынка ценных бумаг ориентируются не только на показатели текущей бухгалтерской отчетности, но обязательно учитывают прогнозы денежных потоков, перспективы компании, степень прозрачности, уровень корпоративного управления, репутацию («goodwill»), публичность и множество других факторов, конкретизирующих деятельность организации.

Однако необходимо отметить, что как оценочные показатели, так и цели оценки компаний зависят не только от специфических характеристик предприятий, но и от типов рынков ценных бумаг, среди которых следует выделить рынки розничных инвесторов и рынки корпоративного контроля.

На рынках держателей крупных пакетов («stakeholder markets») основополагающим фактором, определяющим цену акции, может являться размер продаваемого лота, степень влияния на решения, принимаемые компанией. На розничных рынках, где структура собственности более раздроблена, первоочередное значение приобретает не право голоса на собрании, а доходность вложений. Ценные бумаги компаний, результаты деятельности которых оцениваются положительно и превосходят ожидания инвестиционного сообщества и аналитиков, растут в цене, что свидетельствует о перераспределении денежных потоков в пользу предприятий, успешных на рынке. Таким образом, в вопросах инвестирования главную роль играют денежные потоки компании, увеличивающие благосостояние акционеров, что может достигаться либо за счет выплаты дивидендов, либо через рост курсовой стоимости акций.

Как отмечает Я.М. Миркин в исследовании «Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития» в мировой практике, чем больше число розничных инвесторов, тем и существенно меньшее значение в составе акционерных капиталов имеют контрольные пакеты. Наблюдается высокая степень дробности в собственности на акционерные капиталы. Важнейшим стимулом и источником доходов для акционеров и менеджмента служит повышение рыночной стоимости для акционеров, выявленное на открытом рынке»³.

Вопрос большей эффективности различных моделей рынков ценных бумаг не является предметом данной работы, однако, важно отметить, что особенностью

³ Я.М. Миркин «Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития», Москва: «Альпина Паблишер», 2002

экономики с финансированием бизнеса через акции является ее конкурентный характер. Распределение инвестиций осуществляется на основе оценки рынком, которая является объективной и выражается в динамике котировок ценных бумаг предприятий.

Следовательно, для компаний, акции которых свободно обращаются на рынке ценных бумаг, неизбежно возникает вопрос увеличения стоимости для акционеров. Таким образом, именно стоимость на сегодняшний день становится наиболее приемлемым показателем для оценки эффективности деятельности компании и ее перспектив.

В России на данный момент сложился крупнопакетный рынок акций, большинство крупных сделок с которыми осуществляется на внебиржевом рынке, что является следствием большей значимости контрольных пакетов в структуре собственности. Следствием является низкая диверсификация инструментов на рынке ценных бумаг, подтверждается тем фактом, что более 90% оборота с акциями достигается за счет 8-10 крупнейших эмитентов. Доли акций, обращающихся на российских биржах, в структуре акционерного капитала не превосходит 10-15%.

Однако, по мнению аналитиков в ближайшие два-три года российском рынке будут происходить первичные размещения, по итогам которых суммарная капитализация новых эмитентов составит около 30 млрд. долл. Таким образом, с ростом количества акций, обращающихся на бирже, повышением прозрачности рынка и снижением значимости контрольных пакетов будет возрастать необходимость управления капитализацией компании.

Глава I. Система управления стоимостью

§1. Сущность и преимущества управления стоимостью компании

1.1. Определения и понятия, связанные с управлением стоимостью компании

Прежде всего, для дальнейшего эффективного понимания данной работы и элиминирования возможных неясностей или двусмысленного трактования текста необходимо дать определение терминам, имеющим концептуальное значение: стоимость для акционеров, акционерная стоимость, капитализация, денежные потоки в пользу акционеров.

Понятием, являющимся основополагающим как для данной работы, так и для концепции управления стоимостью является «стоимость для акционеров». Стоимость для акционеров («shareholder value») в большинстве случаев подразумевает совокупную стоимость акционерного капитала компании, ее «рыночную капитализацию», которая представляет собой количество акций, выпущенных организацией, умноженное на их рыночную цену, если данные ценные бумаги обращаются на бирже.

Однако, консалтинговая компания Accenture⁴ выделяет две позиции, с которых можно определить данное понятие: «акционерная стоимость на корпоративном уровне» и «акционерная стоимость на бизнес-уровне». При этом в первом случае стоимость для акционеров предполагает увеличение стоимости компании от некоего стартового уровня, которое измеряется с помощью совокупных доходов акционеров («total shareholder return»), т.е. сумма доходов от роста стоимости акций и дивидендов. В бизнес-сегменте акционерная стоимость определяется как увеличение стоимости бизнеса от некой начальной позиции, которое наилучшим образом отражается совокупностью дисконтированных денежных потоков от данного бизнеса. Подход компании McKinsey в целом согласуется с приведенным выше определением, т.е. акционерная стоимость отождествляется с аналитическим способом ее измерения на основе дисконтированных денежных потоков за вычетом стоимости долга⁵.

В данной работе понятия акционерная стоимость, капитализация, стоимость для акционеров используются как идентичные. Все они отражают биржевую стоимость акции, умноженную на их общее количество, однако при оценке будущего состояния компании стоимость бизнеса будет определяться по методу дисконтированных денежных потоков с учетом всех корректировок.

⁴ Brian F. McCarthy, Accenture «Shareholder value and growth», <http://www.cfoproject.com>

⁵ Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин «Стоимость компаний: оценка и управление», 2002г., стр. 113

Под термином «денежные потоки в пользу акционеров», «total shareholder return» понимают совокупность доходов собственников компании от роста курсовой стоимости акций и дивидендов, выплаченных организацией. То есть данное понятие шире акционерной стоимости компании, так как включает сумму дивидендов, перечисленную собственникам.

Также важно дать определение показателям, характеризующим эффективность действий менеджмента по увеличению стоимости для акционеров. Показателем, характеризующим динамику акций компании, является мера «добавленной рыночной стоимости» («market value added»), которая представляет собой разницу между рыночной стоимостью компании и суммой капитала и долга компании по данным бухгалтерского учета.

Под экономической прибылью или экономической добавленной стоимостью («economic value added», EVA) понимается разница, между чистой операционной прибылью за минусом уплаченных налогов и затратами на обслуживание капитала, который представляется суммой долга и уставного капитала.

Еще одним показателем, позволяющим измерять созданную стоимость компаниями, является «добавленная акционерная стоимость» («shareholder value added», SVA)⁶. Расчет SVA осуществляется на основе суммы приведенной стоимости будущих денежных потоков от операционной деятельности за прогнозируемый период, доходов в постпрогнозный период и ценных бумаг в собственности компании, обращающихся на бирже, за вычетом стоимости долга.

Показатель «добавленных денежных потоков» («cash value added», CVA) основан на рентабельности денежных потоков («cash flow return on investment», CFROI) и отражает результат произведения CFROI за вычетом стоимости капитала и суммы инвестиций в основные средства и рабочий капитал.

Более подробно сравнительный анализ аналитических методик по оценке процесса создания стоимости приведен в параграфе 1 «Оценка – путь к управлению стоимостью» главы 2 «Оценка рынком перспектив компании и управление акционерной стоимостью».

1.2. Система управления стоимостью

В настоящее время все большее значение в управлении компанией уделяется вопросам стратегических финансов. В случае, если организация публично объявляет и закладывает в своей стратегии, что ее основной целью является приращение стоимости, ей

⁶ A. Rappaport Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. – The Free Press, New York, 1998

необходимо создать системы оценки и управления акционерной стоимостью компании. Считается, что менеджмент, основанный на управлении стоимостью («Value-Based Management»), позволяет реализовать цели, установленные стратегией компании.

Система управления стоимостью представляет собой метод принятия стратегических, финансовых, управленческих решений, ориентированный на максимизацию стоимости компании в среднесрочной и долгосрочной перспективах. Данная управленческая концепция предоставляет возможность менеджерам делать стратегический выбор, который способствует увеличению стоимости бизнеса, предполагая его долгосрочное функционирование, на основе непрерывного создания и максимизации стоимости.

Существует множество взглядов на концепцию управления стоимостью, однако в качестве наиболее емкого выступает определение KPMG⁷:

«Управление стоимостью компании - это менеджмент, ставящий в центр философии компании принципы создания стоимости для акционеров. Цель максимизации благосостояния акционеров направляет стратегию компании, обуславливает организационную структуру и внутренние процессы, определяет систему поощрения исполнительных директоров и другого персонала, а также устанавливает методы оценки, на основе которых проводится анализ состояния организации.»

Преимуществом данного определения является тот факт, что оно учитывает не только необходимый результат применения данного подхода - рост стоимости компании, но и процессы, обеспечивающие достижение результата. Следует отметить, что в определении Института управляющих бухгалтеров («Institute of management accountants»)⁸ также отражены ресурсы, привлекаемые для реализации управленческих процессов, в качестве которых выделяют «всеохватывающую нацеленность компании» на создание стоимости и соответствующие аналитические методики.

На основе анализа различных определений системы управления стоимостью, отраженных крупнейшими консалтинговыми компаниями мира, такими как McKinsey & Co, PriceWaterhouseCooper's, Bain, L.E.K. Consulting, Stern Stewart & Co, Accenture, в публикациях, посвященных данной тематике, можно выделить несколько характерных особенностей данного подхода:

⁷ KPMG, Value Based Management Research Report, 1999, стр. 4

⁸ Institute of Management Accountants «Measuring and Managing Shareholder Value Creation», 1997, Statement Nr 4AA

- как способ управления, менеджмент, основанный на управлении стоимостью, представляет собой метод, инструмент и контрольную систему, предназначенные для объединения ресурсов и задач в целях достижения установленных организационных результатов;
- как аналитический подход, управление стоимостью может применяться как для отдельных подразделений, бизнесов, так и для организаций, объединяющих несколько различных видов бизнеса⁹. Это четко выстроенный процесс, пронизывающий всю систему принятия бизнес-решений;
- в качестве основной цели закрепляется создание как можно большей стоимости или распределение существующих ресурсов в наиболее рентабельные инвестиции. Максимизация стоимости является долгосрочно ориентированной и также учитывает размещение будущих денежных потоков.

Таким образом, компании, нацеленной на стоимость, следует выработать и привить всем структурам философию управления стоимостью, принципы приоритетного значения стоимости для акционеров, которыми она должна непрерывно руководствоваться в процессе принятия решений.

1.3. Причины ориентации на стоимость как показатель деятельности компании

В качестве основного показателя система управления стоимостью ориентируется на рост благосостояния акционеров, отождествляемый с ростом стоимости компании, причинами применения которого в качестве основного инструмента для определения эффективности организации являются следующие.

Во-первых, рыночная цена акций компании, которые свободно обращаются на биржах, является наилучшим показателем для отражения ожиданий инвесторов относительно ее дальнейшего развития и перспектив. В последнее время топ-менеджеры корпораций стараются осознать, что цена акций является сигнализирующей информацией рынка относительно ожиданий рынка, и определить фундаментальные факторы, лежащие в основе динамики цен.

В отличие от традиционных показателей прибыли, прибыли на акцию и других, стоимость учитывает альтернативные вложения капитала в виде упущенной выгоды, что отражается в цене на акцию. Рост прибыли является ненадежным индикатором увеличения доходов акционеров («total shareholder return», TRS), в том случае, если он не

⁹ Bain, «Management Tools 2002: An Executive's Guide», www.bain.com

отражает реальные денежные потоки компании. Показатели прибыли в отличие от стоимости не отражают затраты на инвестиции, научно-проектные работы и другие расходы, экономический эффект которых не может быть определен сразу. Помимо этого величина прибыли может варьироваться в зависимости от различных методик учета товарно-материальных ценностей, амортизации, что дает возможности менеджерам по завышению бухгалтерских показателей в целях поддержания положительной репутации.

Вторым фактором, определившим выбор в пользу показателя стоимости, является смещение фактического контроля над компанией от собственников к наемным менеджерам. Однако реальными владельцами компании остаются акционеры, по отношению к которым исполнительные директора имеют обязательства доверенных лиц действовать в их интересах. Другие участники корпорации тоже имеют определенный объем прав, но который не сопоставим с правами акционеров. Возможности акционеров, вытекающие из их прав, идентичны размеру риска, который они несут. Стоимость компании может сократиться при падении цен акций на рынке, хотя в распоряжении организации будет достаточно средств на покрытие задолженности перед владельцами долговых обязательств и другими заинтересованными лицами. Таким образом, предоставление возможности действовать от имени компании в своих интересах другим заинтересованным лицам, кроме акционеров, аналогично предоставлению им возможности рисковать капиталом собственников.

Система управления стоимостью позволяет сбалансировать интересы высшего руководства и акционеров и выстроить такую систему взаимоотношений, которая дает возможность контролировать и определять эффективность деятельности менеджеров на основе показателей, характеризующих динамику акционерной стоимости компании.

Третья группа причин связана с усилением конкуренции, что ведет к необходимости удовлетворения интересов всех заинтересованных участников организации, под которыми понимаются потребители, поставщики, государственные органы и персонал. В данном случае задача системы управления стоимостью состоит в выявлении конкурентных преимуществ компании, которые необходимо трансформировать в доходы для акционеров.

При недостаточном акцентировании внимания на управлении стоимостью у компании может увеличиться «стоимостной гэп» – разрыв между стоимостью, оцененной рынком и менеджментом. Организации, у которых наблюдается большой стоимостной разрыв, могут стать основными объектами для поглощения или претендентами на реструктуризацию. Можно сделать вывод, что система управления стоимостью

предоставляет один из лучших методов защиты от «недружественных поглощений» – поддержание на высоком уровне рыночной цены акций.

В качестве еще одного положительного эффекта от применения системы управления стоимостью можно выделить тот факт, что компаниям, нацеленным на создание стоимости для акционеров, легче привлекать инвестиции с финансового рынка. Это утверждение справедливо вследствие того, что капитал движется в сторону большей отдачи, инвесторы ищут наиболее прибыльные способы инвестирования и требуют соответствующего вознаграждения за принимаемый риск. В случае, если капитал не приносит ожидаемой рентабельности, рынок снижает его стоимость. Таким образом, менеджерам приходится решать сложнейшую задачу создания акционерной стоимости, зарабатывая в перспективе прибыль, превышающую затраты на привлечение капитала.

Хотя предприятие, как комплексная система, руководствуется не единственной целью в процессе своего функционирования, ориентация на управление стоимостью компании обеспечивает должную рациональность в процессе принятия финансовых и управленческих решений.

1.4. Элементы системы управления стоимостью

Система управления стоимостью представляет собой непрерывный процесс, который начинается с разработки стратегии для достижения конкурентных преимуществ, чтобы создать наибольший рост экономической прибыли и доходов акционеров. Стратегическое планирование определяет рамки позиционирования компании на рынке, обуславливает выбор тех или иных продуктовых сегментов. Экономическая природа отрасли, в которой компания осуществляет свою деятельность, детерминирует модели финансовой отчетности и финансового анализа. Экономический анализ отрасли и конкурентной позиции компании создает базис для процесса дальнейшей оценки, который заключается в определении ключевых факторов, влияющих на создание акционерной стоимости. Такая система анализа предоставляет возможность понимания текущих уровней факторов стоимости и результатов оценки, которая должна учитывать альтернативные способы осуществления инвестиций. Последующее наблюдение за динамикой стоимости компании помогает установить прочную связь между результатами оценки и задачами достижения более высоких уровней капитализации.

Как уже было отмечено, менеджмент, основанный на управлении стоимостью, представляет собой не только определенные метрические методы анализа эффективности деятельности организации, но обязательно базируется на разработке долгосрочной

стратегии, системы принятия решений, соответствующих принципах корпоративной культуры и системы поощрения персонала в соответствии с достижениями компании.

Ключевая проблема заключается не в наличии у компании специальной системы управления стоимостью, а во внедрении в корпоративную культуру ценностей и характера поведения, способствующих созданию стоимости для акционеров. Для этого необходимо, чтобы действия компании базировались на стоимостном мышлении, которое определяется наличием системы измерения стоимости и стоимостной идеологией¹⁰.

Основная задача, связанная с измерением стоимости, заключается в осознании менеджером фундаментальных факторов, влияющих на оценку акций фондовым рынком, и определении тех рычагов, которые способны повысить капитализацию компании. При ближайшем рассмотрении данная задача, как правило, сводится к достижению решения в таких вопросах, как баланс между долгосрочными и краткосрочными целями, анализ альтернативных инвестиционных решений, ориентация на экономические, а не бухгалтерские показатели и другие.

Стоимостная идеология выражает, прежде всего, заинтересованность высшего руководства в создании стоимости для акционеров, и не должна использоваться только в качестве способа отчетности перед собственниками или являться краткосрочным проектом для компании. Необходимо, чтобы данная концепция пронизывала всю систему принятия управленческих решений. Как показывает практика корпораций, преуспевших в ориентированном на стоимость управлении, первоочередным и решающим фактором успеха стала приверженность топ-менеджмента идее увеличения стоимости для акционеров.

По мнению авторов статьи «Управление стоимостью компании»¹¹, существуют шесть пронизанных стоимостным мышлением направлений деятельности, на которых компании необходимо сосредоточить свои усилия. В качестве таких направлений деятельности они выделяют следующие:

- подкреплять свои целевые установки четкими количественными индикаторами, увязанными с созданием стоимости;
- строго придерживаться такого подхода к управлению своим бизнес-портфелем, который позволяет максимизировать стоимость (не пренебрегая в случае необходимости и радикальной реорганизацией);

¹⁰. Томас Коупленд, Тимоти Коллер, Джек Мулин, Управление стоимостью компании. // Вестник McKinsey № 1(1) 2002, стр. 83-109

¹¹. Там же.

- удостовериться в том, что организационная структура компании и ее корпоративная культура подчинены требованию создания стоимости;
- глубоко изучить ключевые факторы создания стоимости, характерные для каждого бизнес-подразделения;
- наладить эффективное управление своими бизнес-подразделениями, установив для них специфические целевые индикаторы и строго контролируя результаты их деятельности;
- найти способы создания у менеджеров и рядовых работников мотивации к созданию стоимости (нужно использовать как материальное вознаграждение, так и другие формы поощрения).

Однако следует отметить, что нацеленность компании на создание стоимости для акционеров также должна определять ее миссию и стратегию, которые включаются в число факторов стоимости организации. Ориентация на увеличение акционерной стоимости обуславливает процесс поиска и формулирования стратегий, где в качестве основного критерия отбора используется показатель добавленной стоимости.

Таким образом, резонно представить менеджмент, основанный на управлении стоимостью в виде системы, элементами которой являются миссия, стратегия, аналитические методики определения эффективности функционирования компании, комплекс по идентификации факторов стоимости, организационная структура, система принятия решений и управления бизнес-портфелем, связанные между собой корпоративной культурой и стоимостной идеологией.

Процесс управления стоимостью является непрерывным и циклическим, в качестве последовательных стадий которого можно выделить определение текущей стоимости компании, текущего разрыва в восприятии менеджерами, инвесторами и аналитиками фактической стоимости бизнеса, стратегических и оперативных возможностей и потенциальной стоимости с учетом внутренних улучшений, возможностей реструктуризации и потенциальной стоимости с учетом внешних улучшений, возможностей финансового моделирования и оптимальной стоимости при реструктуризации корпорации, а также максимальных возможностей перестройки. Итогом процесса должен быть возврат к оценке текущей стоимости компании¹².

Результатом описанной выше аналитической схемы должен стать анализ фактической и потенциальной стоимостей и их сравнение со стоимостью компании на фондовом рынке. Это соотношение должно выявить причины разрыва в оценке

¹² Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин «Стоимость компаний: оценка и управление», 2002г., стр. 58

инвесторами и руководством будущих перспектив организации. По завершению анализа у менеджеров должно сложиться понимание состояния бизнес-портфеля компании и возможностей по наращиванию стоимости.

1.5. Идентификация ключевых факторов стоимости компании

Высшее руководство имеет обязательство перед собственниками по увеличению акционерной стоимости компании. Однако, максимизация стоимости для акционеров в качестве основной цели организации является неявным показателем для менеджеров, задействованных в производственных процессах, которые обязаны осознавать, какие факторы увеличивают стоимость и с помощью каких рычагов можно на них воздействовать. Именно тем факторам, которые позволяют максимизировать стоимость для акционеров, компания должна уделять приоритетное внимание.

Под термином «фактор стоимости компании», как правило, понимают измеряемые характеристики деятельности, которые при верном воздействии на них дают позитивный толчок в росте стоимости бизнеса в долгосрочной перспективе¹³. То есть факторами создания акционерной стоимости являются такие источники роста, которые позволяют влиять на стратегию организации и увеличивать цену компании для рынка.

Факторами стоимости могут быть как финансовые, так и нефинансовые характеристики компании, причем последние подразделяются на факторы роста и факторы улучшения эффективности функционирования организации. Отражение финансовых факторов стоимости возможно проследить в отчетности компании, в то время как нефинансовые показатели такого отображения не находят, однако могут оказывать наиболее значительное влияние на финансовые и операционные результаты.

Хотя в рамках общих положений концепция факторов стоимости одинакова для всех организаций, ее применение и анализ источников роста может существенно отличаться не только по отраслям, но и для отдельных подразделений одной компании или в зависимости от местоположения, а также изменяется с течением времени¹⁴.

Фокусирование на ключевых факторах стоимости дает возможность менеджменту компании оценивать эффективность различных действий и проектов, что позволяет определить приоритетность тех видов деятельности, которые обеспечивают рост стоимости в каждой сфере.

¹³ D. Rhoads, R. Roath «Managing for superior total shareholder returns», Shareholder Value Added, volume X, L.E.K. Consulting

¹⁴ Brian F. McCarthy, Accenture «Shareholder value and growth», <http://www.cfoproject.com>

Таким образом, идентификация факторов стоимости, прежде всего, способствует выявлению тех элементов повседневных операций компании и ее инвестиционных решений, которые в наибольшей степени влияют на величину добавленной акционерной стоимости («shareholder value added»). При правильном подходе определение источников роста помогает, во-первых, в осознании факторов, за счет которых предприятия создают и максимизируют стоимость; во-вторых, установлению приоритетности факторов и направлений деятельности для обеспечения их ресурсами; а также, дает возможность объединения руководителей и исполняющего персонала на основе единого понимания важнейших задач организации.

Подробнее анализ факторов, влияющих на увеличение стоимости компании, рассмотрен в параграфе 2 «Факторы стоимости и их влияние на бизнес» Главы II «Оценка рынком перспектив компании и управление акционерной стоимостью».

1.6. Построение финансовой и бизнес-моделей организации

Для того, чтобы понять процесс создания акционерной стоимости компанией необходимо не только выявить ключевые факторы стоимости, но и определить показатели, наиболее достоверно отражающие изменение характеристик предприятия, а также детерминировать соотношения между ними. Процесс установления причинно-следственных связей факторов стоимости и показателей стоимости компании представляет собой проектирование бизнес-модели предприятия.

Определение бизнес-модели заключается в представлении набора связанных модельных элементов, определяющих внутреннюю и внешнюю среду компании и воздействующих на её стоимость, в рамках единой системы. В случае, если стратегия компании является теорией ведения деятельности, то бизнес-модель - это гипотеза, она является отображением того, что делает организация и благодаря чему она зарабатывает деньги¹⁵.

Любой компании, исходя из особенностей отрасли, сферы деятельности и принятой стратегии необходимо разработать схему анализа функционирования своих хозяйственных единиц. Построение подобных схем, включающих определение зависимостей между определенными характеристиками организации, помогает менеджерам пересматривать модели распределения ресурсов внутри компании. Для

¹⁵ Шингарев П.В., менеджер проекта ОАО «Русский алюминий», «Построение бизнес-модели корпорации, ориентированной на развитие», выступление на конференции «Роль аналитика в управлении компанией», 28.06.2002, Москва

установления согласованного процесса принятия решений руководству компании необходимо привести бизнес-модели, на которые они ориентируются, к единому знаменателю.

Построение модели бизнеса дает высшему руководству возможность анализировать и прогнозировать рентабельность тех или иных инвестиций, оценивать эффективность стратегий, изменений происходящих внутри компании или на рынке, и определять их влияние на финансовый результат и величину акционерной стоимости компании.

Процесс проектирования бизнес-модели компании состоит в рекогносцировке и описании отношений, возникающих при осуществлении деятельности, а также в подборе или создании показателей, достоверно отображающих экономическую сущность выявленных взаимосвязей. Система показателей деятельности для создания бизнес-модели разрабатывается на основе информации как изнутри компании, так и извне, и включает сведения о конъюнктуре рынка, потребителях и других характеристиках внешней среды деятельности организации. Все показатели деятельности компании, как правило, разбиваются на две группы: финансовые и нефинансовые.

Общие показатели деятельности по всем продуктам являются по большей части финансовыми, тогда как данные по отдельным продуктам в большинстве случаев нефинансовые. Начало цепочки причинно-следственных связей образуют нефинансовые показатели, в основном относящиеся к качеству продукции (услуг) или к нематериальным активам, таким как мотивация, квалификация работников. Финансовые и нефинансовые показатели могут служить как для опережающей, так и для отсроченной оценок других показателей, в качестве примера можно привести объем выручки, который служит опережающим показателем для операционной прибыли. Нефинансовые показатели, как правило, с опережением отражают финансовые, иногда через сложную цепочку связей¹⁶.

Необходимо отметить, что в цепочке бизнес-модели прибыль как результирующее отображение эффективности деятельности компании является наилучшим показателем. Итогом создания бизнес-модели должна стать возможность факторного анализа добавленной стоимости для акционеров или текущей стоимости компании, которые становятся конечным пунктом цепочки создания благосостояния акционеров.

При моделировании бизнеса можно достичь значительной детализации при разбиении акционерной стоимости на факторные составляющие, особенно при использовании значительного числа нефинансовых показателей. Однако, на данном этапе построения причинно-следственных связей следует включать в модель только те

¹⁶ Р. Экклз, Р. Герц, Э. Киган, Д. Филлипс «Революция в корпоративной отчетности: Как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли», «Олимп-Бизнес», 2002.

показатели, которые с необходимой степенью агрегирования способны отражать наиболее значимые характеристики организации.

Существуют различия в определении бизнес-модели и финансовой модели организации, которые, как правило, заключаются в том факте, что для формирования финансовой модели используется финансовая часть бизнес-модели.

Основная цель использования финансовой модели предполагает оценку эффективности использования ресурсов. Необходимо отметить, что финансовая модель строится на принципе экономической прибыли, то есть оценки результатов компании с позиции ее альтернативных издержек. Корректная аналитическая модель компании должна учитывать упущенную выгоду как неявный компонент расходов.

Также необходимым принципом построения финансовой модели является определение барьерной ставки доходности капитала, то есть минимального уровня доходности инвестиций, который должен быть обеспечен предприятием. Использование барьерной ставки при планировании и осуществлении деятельности компании рассматривается как один из важнейших показателей ее функционирования. Применение такого показателя позволяет четко установить требование к финансовым результатам и анализировать способность предприятия создавать положительную прибыль.

В качестве базиса, на основе которого проектируется финансовая модель, в большинстве случаев используется способность компании создавать денежные потоки, то есть такие ее характеристики, которые обеспечивают организации наибольшую рентабельность. Фокусирование на анализе процессов создания и распределения денежных потоков способствует наиболее полному отражению возможностей компании. В случае верного отображения реальных бизнес-процессов, финансовая модель позволяет выявлять достаточность генерируемых потоков, определяющих величину экономической прибыли, а также анализировать чувствительность модели к детерминирующим ее факторам.

В конечном итоге важнейшим принципом создания финансовой модели, также как и бизнес-модели, должна стать нацеленность на создание стоимости для акционеров, что находит реализацию в составлении системы показателей и установлении связей между ними. Ориентация на увеличение стоимости компании позволяет менеджерам при построении финансовой модели абстрагироваться от традиционных бухгалтерских показателей и заострить внимание на тех, которые в наибольшей степени создают дополнительную стоимость бизнесу.

При проектировании бизнес-модели следует осознавать, что большинство нефинансовой информации, которая в них используется, носит в основном прогнозный характер или связана с оценкой риска, таким образом, для получения верных результатов должна включать наиболее детерминированные связи.

1.7. Миссия и стратегия компании

Для организации важным фактором ее дальнейшего развития является определение ее миссии, предназначения или стратегической цели. Необходимо отметить, что терминологически понятие миссия отлично от понятия корпоративная стратегия. Миссия – это концептуальное намерение развиваться в определенном направлении, в то время как стратегия представляет собой способы и пути достижения поставленных целей. Искусство менеджмента состоит в том, чтобы дать возможность рынку понять куда нацелена компания и «увидеть лес за деревьями».¹⁷

Существенным фактором в вопросе эффективности функционирования компании является согласованность миссии с основными направлениями корпоративной стратегии. Иначе будет развиваться несоответствие целей различных групп заинтересованных лиц и нарастать конфликт между менеджерами и собственниками организации.

На корпоративном уровне стратегия выражается в определении вида бизнеса, которым должна заниматься компания, способов достижения реальных конкурентных преимуществ, а также эффективного распределения ресурсов. В системе управления стоимостью высшее руководство призвано разработать такую стратегию, которая ориентирована на максимизацию стоимости компании и может включать сделки по приобретению и продаже деловых единиц.

Сущность стратегии должна содержать четкие объяснения способов увеличения акционерной стоимости через достижение конкурентных преимуществ, основанные на доскональном анализе рынка, ресурсов и потребностей предприятия и оценке стоимостей альтернативных стратегий. В случае наличия у компании бизнес-портфеля необходимо, чтобы на уровне отдельных деловых единиц организации определяли и оценивали стоимости альтернативных стратегий. Оценка стоимости стратегий позволяет предприятиям анализировать и выбирать стратегии, увеличивающие акционерную стоимость компании.

¹⁷ М. Скотт «Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов стоимости компании», 2000, «Олимп-бизнес», стр. 30

Корпоративная стратегия представляет собой принцип, на базисе которого объединяются различные виды бизнеса организации для обеспечения максимального прироста акционерной стоимости. Стратегия должна отвечать за причины выбора тех или иных сфер деятельности компании и способов увеличения стоимости при владении различными деловыми единицами.

1.8. Взаимодействие с рынком

Для создания устойчивого роста акционерной стоимости компании необходимо не только отражать превосходное финансовое состояние, но и поддерживать доверие к компании через установление эффективных связей с инвестиционным сообществом, для того чтобы управлять их ожиданиями. Развитие связей с инвесторами позволяет довести до них информацию о преимуществах компании, ее стратегий и возможностей руководства по достижению установленных целей¹⁸.

Внешнее представление о предприятии, возможности его стратегии и способности менеджмента по реализации стратегии и достижении целей также вносят свой вклад в увеличение стоимости бизнеса. Успешный рост компании определяется в большей степени за счет превышения ожиданий рынка, чем за счет отчетов о финансовом состоянии. Большое количество компаний предполагают, что их стоимость недооценена рынком, однако, руководству следует провести сравнительный анализ ожиданий инвесторов и менеджеров в отношении перспектив развития организации и путей их достижения.

Компании начинают осознавать, что рыночная цена акций является сигнализирующей информацией о том, как рынок оценивает внутренние цели организации, при достижении которых будут генерироваться денежные потоки в пользу акционеров. В связи с этим интересным представляется подход компании McKinsey¹⁹, который заключается в определении ключевых инвесторов и акционеров, способных влиять на цену акций компании. Идентификация основных акционеров позволяет на основе сценарного анализа прогнозировать и предсказывать движение цен акций при объявлении о тех или иных корпоративных действиях, что дает возможность выбирать такие способы взаимодействия, которые наиболее позитивно отражаются в капитализации компании.

¹⁸ Brian F. McCarthy, Accenture «Shareholder value and growth», <http://www.cfoproject.com>

¹⁹ К. Coyne, J. Witter «What makes your stock price go up and down», The McKinsey Quartely № 2, 2002

Текущая рыночная цена акций представляет агрегированное отражение ожиданий инвестиционного сообщества относительно будущих денежных потоков компании. Ожидания инвесторов могут отличаться, что порождается различной интерпретацией информации, предоставленной организацией, и методами ее анализа. В общем случае, чем более высокими являются ожидания рынка в отношении доходности компании, тем выше цена за ее акции. Определение баланса между долгосрочными и краткосрочными ожиданиями является ключевым фактором для создания устойчивых темпов роста, так как чем более отдалены будущие потоки от текущего момента, тем более рискованными они представляются инвесторам вследствие меньшей вероятности их получения.

Следует отметить, что в случае отчетности о прибыли перед инвесторами для избежания неверного движения котировок важно дополнять отчетность нефинансовыми показателями, которые должны отражать исполнение стратегии компании и позволять рассчитывать промежуточные результаты по достижению долгосрочных целей организации. Установление целевых приоритетов по развитию состояния организации дает возможность анализировать, насколько справедливо оценена стоимость компании рынком, что определяется на основе сопоставления ожиданий менеджеров и инвесторов.

Обзоры компании должны содержать информацию о перспективах деятельности и прогнозы денежных поступлений, связанные с реализацией стратегии, и систему основных факторов, оказывающих влияние на будущее состояние организации. Подтверждая возложенные на руководство обязательства по созданию стоимости, отчеты менеджмента перед инвесторами должны быть более прозрачными и содержать анализ состояния компании с точки зрения добавленной акционерной стоимости.

Таким образом, для установления эффективных связей с инвесторами, компании следует увеличивать прозрачность своего бизнеса. Отчетность, ориентированная на отображение процессов создания акционерной стоимости, способствует повышению ожиданий инвесторов, что существенно уменьшает разрыв между внутренней оценкой стоимости и оценкой рынком.

1.9. «Управление стоимостью» как продукт инвестиционного банка

Инвестиционный банк как организация, операционной деятельностью которой является бизнес по ценным бумагам, обладает значительным объемом информации и аналитических методик по анализу факторов, лежащих в основе динамики фондового рынка и котировок отдельных компаний. Таким образом, именно инвестиционный банк наиболее качественным образом способен оказывать услуги в области финансового

консультирования по увеличению акционерной стоимости компании. Банк имеет возможности по оказанию компаниям помощи при внедрении систем менеджмента, основанных на управлении стоимостью, стратегического планирования, консультированию по сделкам с ценными бумагами и другим вопросам корпоративных финансов.

Уникальная совокупность знаний и опыта инвестиционного банка по проведению различных операций с ценными бумагами может стать необходимой для клиентов, развивающих и выполняющих стратегии и планы по увеличению акционерной стоимости компании. Привлечение к участию банка при планировании и осуществлении подобных стратегий позволяет не только добиться положительных результатов, но и гарантировать акционерам увеличение стоимости компании в наибольшей степени.

Инвестиционный банк способен поддерживать компанию на всех стадиях процесса создания стоимости: при оценке текущего состояния, определении ключевых факторов стоимости компании, разработке стратегий, внедрении систем оценки, реструктуризации компании, привлечении капитала с рынка и осуществлении коммуникаций с инвесторами.

Консультанты банка обладают необходимыми способностями, знаниями и опытом в области оценке перспектив и текущего состояния бизнеса, а также по определению наиболее соответствующих специфике организации как внутренних, так и внешних источников роста компании. Помимо этого банк способен увеличивать стоимость компании с использованием финансового инжиниринга, то есть изменяя структуру капитала, диверсифицируя источники финансирования организации и оптимизируя затраты на капитал.

Банк имеет возможности не только по созданию практических систем, связывающих воедино деятельность менеджеров, процессы принятия решений, размещение ресурсов, стратегические планы и динамику стоимости компании, но и обеспечивает оценку ожиданий инвесторов и аналитиков по поводу роста бизнеса и перспектив состояния организации. Итогом данной деятельности должен стать анализ разрыва между результатом внутренней оценки стоимости компании и предельной цены рынка за данный бизнес, а также установлением приоритетов в действиях организации для элиминирования этой разницы.

В области реструктурирования, оказание инвестиционных услуг подразумевает оценку и сопровождение сделок по слияниям и поглощениям, продаже непрофильных видов бизнеса, поиск потенциальных покупателей, секьюритизации капитала и других. При слияниях и поглощениях участие банка также подразумевает оценку отдачи от

синергетического эффекта, которая должна превышать премию, уплаченную за данный бизнес.

Единственным ограничением деятельности инвестиционного банка в сфере оказания услуг по управлению стоимостью компаний является необходимость исключения конфликта интересов как между различными подразделениями банка, так и между банком и клиентами. Также важно отметить, что процесс выставления рекомендаций должен основываться на реальном состоянии компаний и не вводит в заблуждение инвесторов, ориентирующихся на прогнозы данного банка, в случае, если данным компаниям оказываются услуги по увеличению капитализации.

В дополнение к выше перечисленным услугам инвестиционный банк может организовывать обучение по вопросам управления стоимостью, что позволяет ориентировать восприятие бизнес-процессов компании менеджментом с точки зрения стоимостной идеологии, и таким образом, повышать эффективность принятия управленческих решений. Подобные образовательные программы могут включать различные направления такие, как разработка стратегий хозяйственных единиц, основы стоимостной концепции, методики оценки стоимости, что дает возможность соответствовать специфическим нуждам и требованиям клиентов.

Можно сделать вывод, что инвестиционный банк как основной финансовый посредник на рынке капитала обладает необходимым потенциалом для оказания услуг по созданию стоимости для акционеров. Значительный опыт наряду с аналитическими методиками и квалифицированными специалистами позволяет банку наиболее полно удовлетворять различные запросы своих клиентов.

§2. Зарубежная практика управления стоимостью компаний

Концепция управления стоимостью компаний появилась в середине 1980-х в США. В 1990-х этот метод пришел в Европу и Азию, а несколько лет назад новую философию управления стали использовать и крупные российские компании, которые хотели соответствовать требованиям западного инвестора. Так, компании «Вимм-Билль-Данн Продукты питания» это помогло удачно разместить свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже. В страховой компании РОСНО принципы УСК стали применяться, когда она перешла под контроль немецкой группы Allianz²⁰.

²⁰ Ивашковская И. Управляемая стоимость // http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_488/

2.1. Внедрение EVA в Harsco

В качестве одного из примеров менеджмента, основанного на управлении стоимостью можно привести опыт компании Harsco Corporation²¹, которая привлекла консалтинговую компанию Stern Stewart для успешного внедрения системы управления стоимостью. В течение последующих 10 месяцев команды менеджеров Harsco и Stern Stewart работали над конструированием модели бизнеса, характерного для данной промышленной компании и принятием показателей экономической добавленной стоимости в качестве основных ориентиров создания акционерной стоимости.

Компания Harsco является диверсифицированной международной компанией, имеющей филиалы в более чем 40 странах мира и оказывающей высококвалифицированные услуги и производящей продукцию для основных промышленных рынков. Бизнес данной компании организован в четыре основных группы: металлургия, услуги связи, нефть и газ, а также услуги в области инфраструктуры. Топ-менеджеры провозгласили основной целью компании увеличение ее акционерной стоимости посредством внедрения новых технологий и достижения лидирующих позиций в отрасли. Внедрение EVA позволило формализовать практику принятия операционных и финансовых решений в рамках общей концепции управления стоимостью. Подход, применяемый в Harsco, был основан на принципе «4 М»:

1. Мера добавленной стоимости
2. Менеджмент
3. Мотивация
4. Мышление

Этап измерения стоимости являлся первоначальным шагом при внедрении системы управления стоимостью, основанной на показателе EVA. Мера экономической добавленной стоимости разработана для оценки изменений в операционных результатах компании. Для эффективного использования данного показателя было необходимо провести основные корректировки с целью трансформирования бухгалтерских показателей в экономические рамки. Подобные корректировки могут отличаться в зависимости от отрасли и даже компании, но, несмотря на это, основной заслугой EVA является более четкое отражение экономического состояния оцениваемой компании. В случае Harsco необходимыми корректировками было отражение обязательств по договорам лизинга в качестве капитальных вложений, которые исключались при подготовке отчетности по стандартам US GAAP. Помимо этого, данные корректировки

²¹ James A. Singer, Senior Vice President, Devin L. Millar, Associate, Stern Stewart, «Value based management done right: the EVA implementation at Harsco. // EVALuation, vol.5 issue 1, April 2003.

должны впоследствии быть использованы в отношении всех подобных будущих договоров лизинга и включены в расчет капитала при оценке экономической добавленной стоимости.

Основой успеха внедрения данной системы оценки в Harsco стала четкая направленность и простота системы показателей, понятная финансовым операционным менеджерам, и эффективно отражающая экономическую природу деятельности компании. Также положительную роль в принятии индикаторов, отражающих создание стоимости, сыграло применение мощной информационной системы, такой как Hyperion, позволяющей проводить корректировки к бухгалтерской базе данных и создавать регулярную внутреннюю отчетность по показателям EVA.

Вторым этапом внедрения системы управления стоимостью компании стало использование показателей добавленной стоимости для принятия лучших решений, для чего командами менеджеров были разработаны инструменты, позволяющие оценить эффект от применения той или иной стратегии или действий. Решение Terms Evaluator дает возможность менеджерам и продавцам быстро оценить разрыв в текущих ценах, в днях до погашения долга и влияние данных условий контрактов на изменение показателя чистой операционной прибыли до налогообложения. Модель Repair versus Replace позволяет оценить альтернативы стоимости ремонта оборудования либо его замены, что включает в себя сравнение производительности, качества, срока использования оборудования и его влияния на операционные результаты. В рамках подхода International Cost of Capital производится оценка суверенных и валютных рисков на местных рынках и возможностей привлечения капитала для реализуемых проектов в соответствии с прогнозируемыми доходами. Решение Capital Budgeting Model определяет потребности проектов в основных средствах, определяет их риски и прогнозирует прирост денежных потоков в случае их реализации.

В совокупности данные решения составляют руководство в Harsco по корпоративному финансированию, которое обеспечивает реализацию всех вопросов корпоративных финансов, включая расчет показателей EVA, оценку лизинговых контрактов и бюджетирование вложений в основные средства компании.

Одним из обязательных моментов внедрения системы управления стоимостью в Harsco была программа по обеспечению заинтересованности менеджеров в росте капитализации компании. Для такой диверсифицированной компании, имеющей бизнес в различных отраслях и географических регионах, установление подобной связи может оказаться достаточно трудной задачей, достижение которой является принципиальным

моментом в успехе компании по увеличению стоимости для акционеров. Передача возможности менеджерам принимать решения от имени компании, является эффективной только в случае, если они начинают думать как собственники бизнеса. Этот факт привел к созданию в Harsco системы поощрения, обеспечивающей должное восприятие руководством компании своего участия в принятии решений, определяющих дальнейшее развитие деятельности. Внедрение бонусов позволило увязать долгосрочные цели компании с уровнем прогнозируемой добавленной экономической стоимости и цены акций Harsco. В итоге данная попытка, расширяющая сферу принятия решений менеджментом, дала возможность Совету директоров Harsco утвердить трехгодичный план вместо плана на следующий год.

Обучение системе управления стоимостью является одним из важнейших компонентов при создании корпоративного мышления, нацеленного на рост капитализации компании. В связи этим компанией Harsco была разработана система тренингов, включающая следующие компоненты:

1. обучение системе показателей EVA
2. обучение по курсу менеджеров
3. обучение по курсу бюджетирования вложений в основные средства

В итоге по данной программе обучались более 300 менеджеров компании, а также была создана информационная база по системе управления стоимостью посредством EVA, доступная для всего персонала организации.

Внедрение системы EVA также было распространено на обеспечение связей с инвесторами что выражалось во включении в ежеквартальную отчетность сведений о достигнутых показателях экономической добавленной стоимости. Обеспечение подобных внешних связей преследовало такие цели, как, например, четкое провозглашение принципов ориентации на акционерную стоимость.

В результате внедрения менеджмента, основанного на управлении стоимостью, компания Harsco стала одним из лидеров отрасли. В течение года компания добилась 40-процентного увеличения капитализации с учетом того факта, что в этот же период индекс S&P 500 отразил 18-процентное снижение.

2.2 Управление стоимостью в Phillips

Еще одним примером использования системы управления акционерной стоимостью является компания Phillips. Согласно оценкам ее финансового директора Яна Хоммена «Управление стоимостью — это испытанный и проверенный принцип ... В управлении

стоимостью привлекает то, что оно позволяет понять, кто, как и какой вклад вносит в увеличение стоимости компании. Вы обязательно добьетесь улучшения, если будете заниматься стоимостью каждого конкретного предприятия в течение какого-то времени. Однако этой работе не следует придавать абсолютного значения, так как она лишь одна из составляющих процесса оценки. Управление стоимостью необходимо при разработке стратегии, распределении капитала и оценке результатов. При этом мы также следим за размером доходности собственного капитала и другими показателями»²².

В данной компании управление стоимостью осуществляется на основе показателя экономической добавленной стоимости. Все подразделения компании ежемесячно, ежеквартально и ежегодно оцениваются с точки зрения того, какую стоимость они создали за предшествующий период. Внедрение менеджмента на основе управления стоимостью происходило постепенно и включало обучение данной концепции более тысячи линейных менеджеров.

Одним из элементов новой системы стало изменение обычной схему предоставления отчетности, например, в части, касающейся снижения стоимости фирмы и ставок налогов. При этом цель состояла в том, чтобы имитировать реальное движение денежных потоков и соотнести их с реальным объемом инвестиционного капитала в каждом из 80 дочерних предприятий компании. Предоставляя капитал предприятиям, производился расчет его стоимости по каждой хозяйственной единице с максимальной точностью. А предприятия должны стремиться получить такую доходность, которая будет выше взвешенной с учетом риска стоимости капитала.

Последующим этапом было конструирование финансовой и бизнес-модели, которая позволила Phillips оценивать добавленную стоимость. Основной идеей указанных моделей стало сосредоточение внимание на тех исследовательских проектах, которые способны дать наибольший прирост добавленной стоимости и выявление нецелесообразных проектов. Также необходимым элементом внедрения концепции VBM явилась оценка различных стратегических инициатив, содержащих потенциал повышения стоимости, и установление порядка распределения капитала между разными проектами и их фазами.

Процесс стратегического планирования в Phillips включает в себя анализ возможностей и стратегических альтернатив, а также предложений менеджеров. Стратегию отдельных предприятий определяется ими самостоятельно. Отдел корпоративной стратегии оказывает помощь правлению в анализе портфелей предприятий и решает, в каких случаях возможна кооперация с другими подразделениями и

²². «Предвидение будущего: беседы с финансовыми стратегами» под ред. Л. Келенира, Д. Свогермана, В. Ферхуга. Москва: Инфра-М, 2003г. Стр. 169

предприятиями, а в каких возможна кооперация с другими компаниями. В компании есть также отдел слияний и поглощений, отвечающий за осуществление таких операций, от эффект от которых оценивается на основе показателей добавленной экономической стоимости. Решения, которые могут оказать серьезное влияние на стоимость акций компании Philips, всегда представляются в правление.

Глава II «Оценка создания акционерной стоимости»

§1. «Оценка – путь к управлению стоимостью»

1.1. Необходимость оценки стоимости компаний

Успешное развитие и рост бизнеса в конечном итоге зависят от реализации цепочки решений, принимаемых высшим руководством компании. Каждое подобное управленческое решение в той или иной степени связано с определением потенциальных путей размещения ресурсов компании и ожидаемого экономического эффекта от них. Таким образом, в процессе принятия решений топ-менеджментом организации порождаются изменения, как в активах компании, так и финансовых ресурсах, которые в результате оказывают влияние на денежные потоки бизнеса.

Следует учитывать, что эффект от сочетания принимаемых решений и анализа выгод и потерь в конечном итоге оказывает влияние как на экономическое состояние предприятия, так и на его стоимость, а также на стоимость его активов. Для принятия наиболее оптимального управленческого или оперативного решения целесообразно проанализировать соотношение прибыли и затрат на ресурсы, прямо или косвенно использованных для его реализации. Подобная оценка должна периодически проводиться как на основе финансовой отчетности компании, так и с применением специальных аналитических методик.

Необходимо отметить, что в процессе принятия решений о размещении внешних и внутренних ресурсов с целью создания прибыли менеджеры действуют от имени собственников бизнеса, и следовательно, основным критерием для оценки деятельности компании должен являться уровень совокупных доходов акционеров, как по сравнению с аналогичными фирмами, так и на фоне рынка в целом. Несмотря на существенное различие видов бизнеса в качестве единого определения экономических целей рационального менеджмента можно выделить следующее:

«стратегия использования отдельных ресурсов должна быть направлена на создание в конечном итоге экономической выгоды, достаточной для того, чтобы помимо покрытия затраченных ресурсов обеспечить приемлемую экономическую прибыль с учетом оценки собственниками риска бизнеса».²³

Таким образом, все многообразие вопросов, которые ежедневно решаются на предприятиях, можно подразделить на три группы:

²³ Хелферт Э. Техника финансового анализа, 10-е изд. – Спб.: Питер, 2003.

- вопросы, связанные с размещением ресурсов
- вопросы использования ресурсов
- вопросы корпоративного финансирования

В долгосрочной перспективе успешная реализация подобной стратегии должна привести к созданию дополнительной стоимости для владельцев бизнеса. Анализ показателей отдельного года в деятельности компании не может предоставить достаточно информации о возможностях создания денежных потоков в долгосрочном плане, несмотря на то, что годовые показатели являются стратегическим базисом в дальнейшей оценке. Для компаний, акции которых торгуются на биржевых площадках, приращение стоимости должно, прежде всего, отразиться в виде роста капитализации, за счет повышения котировок ее ценных бумаг, что будет определяться оценкой предприятия и его перспектив потенциальным покупателем.

Можно сделать вывод, что прирост акционерной стоимости детерминирован принятием целесообразных управленческих и оперативных решений в трех выше указанных областях деятельности организации²⁴:

- анализ и выбор наиболее рентабельных и перспективных путей капитальных вложений и инвестирования, способных в дальнейшем принести компании конкурентные преимущества, которые могут быть реализованы в форме приращения акционерной стоимости компании;
- оперативное управление компанией на основе наиболее эффективных способов использования ресурсов и снижения издержек по сравнению с конкурентами;
- выбор наиболее оптимальных соотношений собственных и заемных средств для структуры источников финансирования организации, на основе достижения баланса между дополнительными доходами и оцениваемым риском.

Важно отметить, что в каждой области принятия решений менеджерам организации в той или иной степени необходимо руководствоваться оценкой альтернативных стратегий. Выявление наиболее оптимальных стратегий в трех вышеуказанных сферах и их успешная реализация является источником роста стоимости компании.

Глобальной задачей менеджмента на этапе оценки является конструирование бизнес- и финансовой моделей компании, выстроенных в соответствии с логикой экономических взаимосвязей, пронизывающих организацию, и дающих представление о процессе формировании капитала и создании дополнительной стоимости. При удачном построении модели компании менеджеры и аналитики получают возможность выявить

²⁴ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002.

факторы, определяющие текущее состояние предприятия, оценивать влияние тех или иных изменений в различных сферах деятельности организации, принимаемых стратегий и определять эффект альтернатив способов размещения ресурсов.

1.2. Процесс определения стоимости компании

Независимо от различных аналитических методик, которые могут применяться в процессе проведения оценки компании, последовательность ее этапов должна соответствовать логике построения экономических взаимосвязей на предприятии. Этот факт, прежде всего, подразумевает увязку основных этапов анализа в соответствии с цепочкой создания стоимости. В этой связи целесообразно начинать процесс оценки с анализа операционной деятельности, постепенно концентрируясь на требуемых инвестициях, и заканчивать выбором наиболее источников финансирования.

С точки зрения формирования обоснованного прогнозов относительно будущих денежных потоков от бизнеса желательно соблюдать определенный порядок в отношении анализа компании. На первом этапе наиболее целесообразно рассмотреть результаты прошлой деятельности компании, что включает калькуляцию и анализ факторов ранее созданной стоимости, определение причин существующего состояния организации и оценка финансового состояния. На основе анализа факторов, определявших результаты деятельности в прошлом, аналитики прогнозируют поведение организации на прогнозный период, в том числе и определяют возможный горизонт прогнозирования. Данный этап определяет оценку стратегического положения организации в текущий момент и после необходимых преобразований, разработку сценариев развития, постатейный прогноз и проверку обоснованности прогнозов.

Следующим необходимым этапом должна стать оценка затрат на капитал. Особенностью работы аналитиков на данном этапе является верная идентификация источников финансирования операционной деятельности компании с точки зрения их экономической природы, а не юридической формы, установление весов рыночной стоимости в структуре капитала, оценка затрат на неакционерный и акционерный капитал.

Вследствие невозможности определения точного срока функционирования компании, важным слагаемым стоимости бизнеса является стоимость, создаваемая организацией в бессрочной перспективе. При этом для получения результатов, которые дают высокую точность прогнозирования, необходимыми условиями являются выбор подходящей аналитической методики и горизонта прогнозирования, оценка параметров модели и дисконтирование продленной стоимости.

На этапе оценки основной деятельности компании должны анализироваться возможности организации по созданию денежных потоков от текущих операций. В этом случае центральным сегментом является взаимодействие трех базовых элементов:

- потребительной стоимости в сочетании с соответствующей ценовой политикой;
- объемом продаж;
- затрат и издержек, отнесенных на какой-нибудь товар и/или услугу.

Объектом следующего этапа является оценка капитальной базы предприятия. Она включает определение потенциальных источников инвестиций и анализ капитальных вложений, которые более не представляются эффективными или стратегически верными. На основе выявленных инвестиционных потребностей разрабатывается политика корпоративного финансирования, включающая анализ различных способов привлечения средств с учетом всех свойственных им рисков.

На практике чаще всего для оценки стоимости финансирования используют ставку средневзвешенных затрат на капитал (WACC, «weighted average cost of capital»). Данная ставка учитывает стоимость собственных, заемных и альтернативных источников средств в соответствии со структурой капитала и налоговой защитой процентных платежей (возможность включения части процентных платежей в себестоимость продукции/услуг) и других льгот. Расчет WACC производится по формуле:

$$WACC = \frac{Eq}{EV} * r_e + \frac{D}{EV} * r_d * (1 - t), \text{ где}$$

Eq – размер собственного капитала;

r_e – требуемая ставка доходности для акционеров;

D – заемные средства компании;

r_d – ставка по заемным средствам;

t – текущая или прогнозируемая ставка налогообложения.

Формирование финансовой стратегии также затрагивает вопросы распределения полученной прибыли в виде выплаты дивидендов (согласно дивидендной политике организации), уплату процентов по кредитам и займам, а также реинвестирование нераспределенной прибыли в производство. То или иное управленческое решение, определяющее уровень акционерного капитала, нераспределенной прибыли или долгосрочные источники капитала, влияет на потенциал финансирования компании, который, в свою очередь, оказывает влияние на объем средств, расширяющих инвестиционную базу и используемых для новых капитальных вложений.

Таким образом, завершается цикл анализа стоимости компании, однако, полученные

результаты являются основой для последующего процесса оценки возможных изменений и альтернатив с целью повышения капитализации предприятия и увеличения благосостояния акционеров.

1.3. Методы оценки стоимости компании

В практике оценки стоимости компаний выделяют три основных подхода, на основе которых определяется цена бизнеса: доходный, затратный и сравнительный (рыночный). Подобная классификация в целом согласуется с интересами различных участников оценочного процесса: покупателя («buy-side») и продавца («sell-side»). Покупатель при определении предполагаемой стоимости компании в большей степени ориентируется на прогнозные объемы доходов и прибыли, чем на стоимость чистых активов организации. В то же время продавец помимо оценки будущих доходов бизнеса при решении вопроса выхода из него, также ориентируется на произведенные вложения и стоимость имущественного комплекса предприятия. При этом как покупатель, так и продавец анализируют подобные сделки по покупке/продаже компаний, чтобы с учетом необходимых корректировок определить возможную цену бизнеса.

Приведенные выше подходы являются существенно агрегированными и могут включать множество конкретных аналитических методик анализа стоимости компаний. Авторы учебника «Оценка бизнеса»²⁵ придерживаются следующей классификации:

- Доходный
 - Метод капитализации
 - Метод дисконтированных денежных потоков
- Затратный
 - Метод чистых активов
 - Метод ликвидационной стоимости
- Сравнительный
 - Метод рынка капитала
 - Метод аналогичных сделок
 - Метод отраслевых коэффициентов

Необходимо отметить, подобная классификация отражает основные методики анализа стоимости бизнеса, однако, она не является полной, так как способы оценки постоянно развиваются. Даже в рамках одного подхода конкретные способы оценки

²⁵ А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова Оценка стоимости предприятия (бизнеса) - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003

бизнеса, основываясь на одинаковых принципах, могут использовать различные исходные данные для составления мнения о цене компании, и вследствие чего отражать стоимость только с одной из множества сторон. Таким образом, использование только одного из подходов может оказаться недостаточным для точной оценки бизнеса²⁶.

Каждый подход имеет свои преимущества и недостатки:

- доходный подход является универсальным методом, применимым к оценке любых финансовых вложений, использования будущих денежных потоках, но определяется точностью прогнозирования;

- затратный - предоставляет хорошую возможность получения информации о реальной стоимости производственных активов, но результат во многом зависит от наличия правдивой консолидированной отчетности, точности переоценки и используемых стандартов бухгалтерского учета;

- сравнительный - дает возможность быстро составить представление о возможной стоимости компании, только при возможности найти сопоставимые компании и провести корректное сопоставление.

На сегодняшний день большинство авторов признают приоритетность доходного подхода перед другими вследствие анализа остаточной стоимости/будущих доходов («residual income valuation») компании, однако, отмечают, что в случае сложности прогнозирования будущих доходов компании другие подходы могут давать более точные результаты, либо отражать другую сторону стоимости компании.

Методы оценки добавленной стоимости и стоимости акционерного капитала

Большинство методов по оценке добавленной стоимости компаний базируются на указанных выше общих принципах оценки, но в тоже время использовать специфические для фондовых рынков показатели. Ниже приведена хронологическая последовательность разработки способов анализа эффективности компаний, на котором базируются большинство методик оценки стоимости.

²⁶ American Society of Appraisers Business Valuation Standards. This release of the approved Business Valuation Standards of the American Society of Appraisers contains all standards approved through August, 2002

| 1920-е годы | 1970-е годы | 1980-е годы | 1990-е годы |
|---|--|--|--|
| Модель Дюпона (Du Pont Model); Рентабельность инвестиций (ROI) | Чистая прибыль на одну акцию (EPS); Коэффициент соотношения цены акции и чистой прибыли (P/E) | Коэффициент соотношения рыночной и балансовой стоимости акций (M/B); Рентабельность акционерного капитала (ROE); Рентабельность чистых активов (RONA); Денежный поток (Cash Flow) | Экономическая добавленная стоимость (EVA); Прибыль до выплаты процентов, налогов и дивидендов (EBITDA); Рыночная добавленная стоимость (MVA); Сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard - BSC); Показатель совокупной акционерной доходности (TSR); Денежный поток отдачи на инвестированный капитал (CFROI) |

В настоящее время различными компаниями, оказывающими услуги в области консалтинга, разработаны методики по оценке действий менеджмента в целях увеличения стоимости бизнеса, каждая из которых заявляет о наибольшей эффективности именно сконструированной ими метрике. Важно отметить, что практически все крупные консультанты отдают предпочтение собственной аналитической методике, определяющей добавленную стоимость. При этом общим принципом, объединяющим подобные разработки, является критика бухгалтерских методов касательно неадекватного отражения экономической рентабельности.

С одной стороны, фондовый рынок дает возможность отразить рыночную цену компании с точки зрения инвесторов и аналитиков, что позволяет разработать подходы по определению и управлению стоимостью для компаний, имеющих котировки на биржах. С другой стороны, существует множество организаций, акции которых не имеют листинга, что порождает появление методы управления стоимостью бизнеса и использования альтернативных моделей на основе финансовой отчетности. В связи с этим все аналитические методики можно классифицировать на учитывающие рыночные котировки

акций и неучитывающие их:

- Методики, применяемые для компаний, имеющих листинг
- TSR
- MVA
- Методики, не учитывающие рыночную стоимость акций
- Методики, оценивающие один период деятельности
- EVA
- Equity spread approach
- Многопериодные аналитические методики
- DCF
- TBR
- CFROI
- SVA

Совокупные потоки акционерам, TSR

Как метрикам, сконструированным на основе рыночных цен акций необходимо, прежде всего, отнести совокупные потоки в пользу акционеров (TSR), которые рассчитываются как сумма изменения цены акции за определенный период и дивидендных выплат.

$$TSR = \frac{P_{i+1} - P_i + D_{i+1}}{P_{i+1}},$$

где

P - цена акции,

D - дивидендные выплаты акционерам

Согласно исследованию INSEAD²⁷ методика TSR применяется в 7,4% компаний, внедривших систему управления акционерной стоимостью. Участники фондовых рынков часто анализируют и ориентируются на совокупную доходность акций, которая помимо выплаты дивидендов также учитывает изменение стоимости акции, но не учитывает доходы, полученные за счет перепродажи.

Совокупные потоки в пользу акционеров также часто определяют как доходность акции или совокупную доходность бизнеса (Total business return, TBR)²⁸, причем последнее определение регулярно используется в Boston Consulting Group. Несмотря на

²⁷ Boulos F., Haspeslagh P. and Noda T. Getting the value out of value-based management, INSEAD survey, 2001

²⁸ Mark Joiner, Eric Olsen, Gerry Hansell. New perspectives on value creation: a study of the world's top performers. // The Boston Consulting Group, www.bcg.com., 2001.

то, что TSR является объективной мерой доходности для акционеров в прошедших периодах, считается, что она также отражает будущую стоимость компании и предполагаемый риск и связана с внешней оценкой компании²⁹.

У данной методики можно выделить несколько недостатков в применении на практике. В качестве первого следует указать, что данный подход применим только для компаний, акции которых котируются на биржах, и следовательно, его нельзя использовать для отдельных стратегических хозяйственных единиц и тем более для анализа эффективности отдельных видов продукции. Во-вторых, можно отметить, что на цены акций отдельных компаний оказывают влияние множество факторов, причем не только специфических для них, но и общих для экономики, что не позволяет в полной мере выявить эффективность деятельности менеджеров организации.

Добавленная рыночная стоимость, MVA

Добавленная рыночная стоимость представляет собой разницу между рыночной капитализацией компании и уточненной балансовой стоимостью долга и акционерного капитала, инвестированной в основную деятельность. Согласно исследованию INSEAD³⁰ 7,9% организаций, используют данную метрику в качестве ориентира в процессе создания стоимости.

$$MVA = M - IC$$

где,

$M = MarketValue$ - рыночная стоимость компании

$IC = InvestedCapital$ - уточненная оценка инвестированного капитала

Добавленная рыночная стоимость считается уникальной мерой в системе управления стоимостью компании, так как сочетает в себе два способа оценки – уровень благосостояния акционеров и состояние компании. Например, данная методика отражает рыночную оценку эффективности деятельности менеджмента в отношении распределения ресурсов, также как и позиционирование компании в долгосрочной перспективе. Более того, показатель добавленной рыночной стоимости позволяет избежать субъективности в вопросе отчетности вследствие того, что учитывает будущие денежные потоки и ставки дисконтирования посредством аппроксимации оценок инвесторов и аналитиков относительно чистой приведенной стоимости бизнеса.

²⁹ A. Rappaport Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. – The Free Press, New York, 1998

³⁰ Boulos F., Haspeslagh P. and Noda T. Getting the value out of value-based management, INSEAD survey, 2001

Объективным минусом данного показателя является игнорирование прошлых потоков, направленных акционерам компании и как следствие применимость его расчета только по отношению к определенной дате³¹. Также следует отметить, что на настоящий момент точно не известно, какой прогнозной способностью обладает показатель добавленной рыночной стоимости по причине малого количества исследований.

В том случае, когда точную информацию о рыночной стоимости акции невозможно получить или акции компании не торгуются на биржах, показатели, являющиеся ориентиром для создания стоимости, могут быть рассчитаны на основе внутренних данных, что, как правило, осуществляется на базисе финансовой отчетности организации. Устоявшиеся формы финансовых отчетов создают некоторые препятствия при сопоставлении показателей добавленной акционерной стоимости и оценкой потоков бухгалтерскими методами.

В качестве недостатков оценки эффективности компании на основе бухгалтерских отчетов можно отнести следующие:

- подобные методы, как правило, не учитывают риски осуществляемой деятельности или проектов;
- не используют в оценке требования необходимых капиталовложений и инвестиций;
- не используют в расчете требования дивидендной политики общества;
- не учитывают временную стоимость денежных потоков³²;
- возможно наличие ошибок на различных стадиях жизненного цикла проекта;
- также ошибки могут возникать при использовании сочетаний старых и новых проектов.

Также следует отметить, что оценочные методики, основанные на бухгалтерских показателях прибыльности, отличаются от методов анализа, применяемых на фондовых рынках.

Таким образом, для устранения указанных недостатков, аналитикам в целях наиболее точного определения добавленной акционерной стоимости необходимо скорректировать показатели финансовых отчетов компании. Основой для большого количества аналитических методик, применяемых в системе управления стоимостью, служит показатель остаточной стоимости компании («residual income»), представляющий

³¹ Rubén Escalona «Value-Based Management: An Analysis of the EVA Model», MBA Dissertation, University of Cambridge, September 2002

³² A. Rappaport Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. – The Free Press, New York, 1998

собой в наиболее общем виде бухгалтерский показатель доходов, доступных для акционеров компании, на конец расчетного периода за вычетом резервов созданных в начале периода, дисконтированный по ставке, отражающей затраты на привлечение капитала. Считается, что остаточный доход является индикатором возможностей организации по удовлетворению требований, как поставщиков заемных средств, так и собственников бизнеса.

Помимо того, что основанные на остаточной стоимости показатели позволяют определить фактически созданную акционерную стоимость в предшествующих периодах, в случае прогнозирования будущих денежных потоков они могут использоваться как плановые ориентиры по увеличению капитализации компании.

Методики, оценивающие один период деятельности

Экономическая добавленная стоимость, EVA

В модели экономической добавленной стоимости (также известной как экономическая прибыль) цена компании полагается равной величине инвестированного капитала плюс надбавка, которая в свою очередь равна приведенной стоимости, создаваемой в каждом последующем году. Возникновение концепции экономической прибыли относится к временам экономических исследований Альфреда Маршалла, заметившего, что при определении стоимости, создаваемой компанией в любой период времени (то есть ее экономической прибыли), нужно учитывать не только расходы, фиксируемые в бухгалтерских счетах, но также и альтернативные издержки привлечения капитала, занятого в бизнесе.

Преимущество модели экономической прибыли состоит в том, что экономическая прибыль - это очень удобный показатель, дающий представление о результатах деятельности компании в любом отдельно взятом году и нет необходимости в расчете свободных денежных потоков.

Экономическая прибыль служит мерой стоимости, создаваемой компанией в единичный период времени, и определяется следующим образом:

$$EVA = NOPAT - WACC * CE$$

где

NOPAT - чистая операционная прибыль после налогообложения

WACC - средневзвешенные затраты на капитал

CE = IC - инвестированный капитал

Показатель экономической добавленной стоимости сконструирован согласно

принципам модели АЕМ (abnormal earnings model – модель аналогичная дисконтированию дивидендов), что предполагает внедрение в расчет особенностей ценообразования на фондовых рынках. Также плюсами данного коэффициента являются³³:

- обеспечение связи между денежными потоками (NOPAT) и оценкой капитала (WACC);

- данный показатель может рассчитываться как для компании в целом, так и для отдельных подразделений;

Экономическая прибыль преобразует факторы стоимости (рентабельность инвестиций и темпы роста) в единый денежный показатель (так как в итоге рост связан с величиной инвестированного капитала или размером компании). Иначе экономическая прибыль определяется как посленалоговая прибыль от основной деятельности минус плата за капитал, используемый компанией:

В модели экономической прибыли стоимость компании равна величине инвестированного капитала плюс надбавка или скидка, равная приведенной стоимости прогнозируемой экономической прибыли:

Стоимость = инвестированный капитал + приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли.

Компания стоит больше или меньше, чем ее инвестированный капитал, лишь в той мере, в какой она зарабатывает больше или меньше своих средневзвешенных затрат на капитал. Следовательно, надбавка или скидка к инвестированному капиталу должна быть равна приведенной стоимости будущей экономической прибыли компании.

Однако, при всей привлекательности модели экономической прибыли, для наиболее точного отражения созданной в процессе функционирования компании стоимости необходимо произвести более 160 корректировок в финансовой отчетности.

Подход на основе разрыва в доходности акций, Equity spread approach

Подход, основанный на разрыве в доходности акций, представляется собой перспективно-ориентированную модель, сконструированную на базе показателей финансовой отчетности, центральным звеном которой является сопоставление и выявление разрыва в рентабельности капитала и затрат на привлечение акционерного капитала. Данный подход также учитывает принципы модели Гордона, включающие в

³³ Rubén Escalona «Value-Based Management: An Analysis of the EVA Model», MBA Dissertation, University of Cambridge, September 2002

качестве одного из факторов стоимости показатель темпов роста компании, и детерминирует соотношение рыночной (искомой) и балансовой стоимости компании в условиях эффективного рынка исходя из соотношения доходности бизнеса и доходности акций компании.

В данной модели соотношение рыночной и балансовой стоимостей определяется как

$$\frac{M}{B} = \frac{ROE - g}{r_e - g},$$

где,

ROE - рентабельность капитала

g - темпы роста компании

Показатели соотношения рыночной и балансовой стоимостей являются общеизвестными и часто используются финансовыми аналитиками, в том числе и при анализе инструментов на рынке ценных бумаг. Можно отметить, что данный подход наравне с другими методиками применяется консалтинговыми компаниями Marakon Associates и HOLT Value Associates в системах управления стоимостью и ее анализе. В качестве основных направлений использования модели соотношения рыночной и балансовой стоимостей рекомендуются следующие:

- оценка в случаях недостатка информации о компании или на начальных этапах оценки для определения планового ориентира;
- в случаях идентификации ключевых связей между доходностью акций, темпами роста компании и коэффициентом рыночной и балансовой стоимости;

Упрощением данного подхода является использование показателя затрат на привлечение и обслуживание только акционерного капитала – требуемой доходности акционерами компании, что может уменьшать значение потенциальной стоимости бизнеса. Подобное расхождение, как правило, является следствием превышения ставки доходности акций средневзвешенных затрат на капитал по причине не использования в расчете налоговой защиты процентных платежей, которые уменьшают затраты на привлечение заемных средств.

Многопериодные аналитические методики

Модель дисконтированных денежных потоков, DCF

В концепции дисконтированных денежных потоков (discount cash flow, DCF) под стоимостью компании (акционерной стоимостью, стоимостью для акционеров) подразумевается «стоимость ее основной деятельности за вычетом долговых обязательств

и других законных требований инвесторов, обладающих приоритетом перед обыкновенными акционерами»³⁴.

Стоимость основной деятельности и стоимость долга равны суммам соответствующих денежных потоков, дисконтированных по ставкам, отражающим риск этих денежных потоков. Разница данных величин и отражает стоимость, доступную для акционеров компании.

В случае, если ставка дисконтирования верно учитывает риск, присущий каждому денежному потоку, то расчет дает результаты, аналогичные дисконтированию напрямую денежных потоков собственников бизнеса.

Как отмечалось ранее, для определения стоимости основной деятельности в концепции DCF используется понятие свободного денежного потока – FCF, который отражает движение средств от операционной (основной) деятельности компании и доступен всем как поставщикам заемного капитала – кредиторам компании, так и собственникам бизнеса – акционерам.

Также в процессе оценки стоимости компании аналитикам необходимо определиться с горизонтом прогнозирования, возможной продолжительностью существования компании. Оптимальным вариантом является выделение в «жизни» организации прогнозного и постпрогнозного периодов, что подразумевает определение стоимости компании как результата суммы дисконтированных денежных потоков в прогнозном периоде и капитализированной стоимости денежных потоков по завершении прогнозного периода. Вследствие свойств процесса дисконтирования наибольшим элементом цены компании будет являться совокупность приведенной стоимости денежных потоков в прогнозном интервале, что требует от аналитиков и оценщиков составления планов денежных поступлений с существенной степенью вероятности. Оценить стоимость основной деятельности после завершения прогнозного периода и на неопределенное время существования позволяет метод капитализации.

Стоимость заемных средств компании определяется как совокупность денежных потоков, подлежащих выплате кредиторам организации, дисконтированных по сложившейся на текущий момент ставке, учитывающей риск аналогичных видов обязательств. При анализе будущих возможностей заимствования следует учитывать, что чистая приведенная стоимость заемных средств равна нулю вследствие того факта, что приток финансирования будет в дальнейшем равен приведенной стоимости платежей в погашение долга, дисконтированных по альтернативным ставкам привлечения капитала.

³⁴ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002.

Таким образом, постепенное структурирование аналитического показателя стоимости бизнеса позволяет аналитикам логически детерминировать остаточную стоимость – стоимость для акционеров, которая в рамках данного подхода представляется в виде разницы операционной стоимости компании и стоимости ее долговых обязательств, с учетом корректировок на величины непрофильных активов и заемных источников средств, не используемых в основной деятельности. Подобная интерпретация последовательности оценки стоимости бизнеса для акционеров может быть представлена в виде следующей формулы:

$$EV = \left(\sum_n^t \frac{CF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{CF_t(1+g)}{WACC-g} \right) - \sum \frac{DP_m}{(1+i_d)^m},$$

где

CF - денежный поток

DP - выплаты в погашении долга

Определение прогноза денежных потоков в пользу компании не завершает процесса оценки стоимости. Последующим этапом должен стать анализ причин и факторов, оказавших определяющее влияние на те или иные величины поступлений или средневзвешенной ставки затрат на капитал. Анализ стоимости компании по методу DCF позволяет определять отдельные компоненты и факторы стоимости бизнеса, в т.ч. инвестиционные и финансовые источники увеличения благосостояния акционеров.

Данная модель рассматривает весь бизнес-портфель компании как единый объект оценки, что позволяет применять ее к многопрофильным организациям. В этом случае стоимость акционерного капитала рассматривается как совокупность стоимостей отдельных деловых единиц и стоимости корпоративного центра.

Совокупная доходность бизнеса, TBR

Согласно исследованию Boston Consulting Group³⁵, наибольшая связь прослеживается между результатами TSR (для внешнего измерения процесса создания акционерной стоимости) подхода TBR, который позволяет определить внутреннюю рентабельность капитала, а также дивидендную доходность исходя из данных бизнес-плана. Определение совокупной доходности бизнеса базируется на оценочном изменении в стоимости капитала и свободного денежного потока. TBR представляет собой удачный инструмент для менеджеров по выявлению разрывов в ожидаемой инвесторами стоимости и ее оценкой на основе фундаментального анализа, что в сочетании с анализом факторов

³⁵ Mark Joiner, Eric Olsen, Gerry Hansell. New perspectives on value creation: a study of the world's top performers. // The Boston Consulting Group, www.bcg.com., 2001.

стоимости создает возможности по определению финансового состояния и установлению стратегических целей.

Рентабельность денежных потоков от инвестиций, CFROI

Рентабельность денежных потоков от инвестиций представляет собой отношение совокупного денежного потока за период к величине инвестированного капитала в хозяйственную единицу.³⁶ Математически CFROI определяется аналогично внутренней ставке доходности из следующего выражения:

$$I = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{W_{n+1}}{(1+r)^{n+1}},$$

где

W - предполагаемая остаточная стоимость от неамортизируемых активов;

I - совокупные инвестиции в операционную деятельность компании;

CF - совокупный годовой денежный поток.

Данная аналитическая методика разработана консалтинговой компанией HOLT Value Associates (позднее ставшей подразделением инвестиционного банка Credit Suisse First Boston) совместно с Boston Consulting Group. Согласно исследованию INSEAD данная метрика применяется 23% компаний в качестве индикатора создания акционерной стоимости. По мнению автора методики³⁷, она разработана для анализа ценных бумаг и представляет собой ключевую меру финансового состояния компании и созданной акционерной стоимости.

В качестве исходных данных для исчисления рентабельности денежных потоков от инвестиций используются следующие:

- длительность использования амортизируемых активов;
- совокупная величина активов (включая амортизируемые и неамортизируемые);
- периодические денежные потоки, прогнозируемые на протяжении всего срока использования амортизируемых активов;
- а также остаточная стоимость неамортизируемых активов на последнем периоде срока³⁸.

С методологической точки зрения расчет CFROI проводится в два этапа: на первоначальном определяются денежные потоки, скорректированные на

³⁶ Savita Subramanian, Richard Bernstein. Quantitative Viewpoint: An Analysis of CFROI. // Merrill Lynch, 27 January, 2003

³⁷ Madden B.J., The CFROI Valuation Model, The Journal of Investing, Spring, 1998, pp. 31-43

³⁸ Young D.S. and O'Byrne S.F. EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation, McGraw-Hill, 2001

прогнозируемый уровень инфляции, доступные всем поставщикам капитала, которые сравниваются с совокупным объемом средств, инвестированных в компанию. Далее на основе вычисленного срока использования активов и остаточной стоимости из отношения суммы денежных потоков и инвестированного капитала вычисляется рентабельность денежных потоков аналогично внутренней ставке доходности. Так как при расчете CFROI прогнозируемые денежные потоки определяются в качестве постоянных, то данный коэффициент необходимо периодически пересчитывать.

Boston Consulting Group на основе показателя CFROI сконструировала меру остаточной стоимости бизнеса – добавленную денежную стоимость³⁹.

Добавленная акционерная стоимость, SVA

Еще одной аналитической методикой, позволяющей определить размер увеличения капитализации компании, добавленная акционерная стоимость, которая выражается как разница между приведенной стоимостью операционного денежного потока в прогнозируемом и постпрогнозном периоде без учета новых инвестиций плюс стоимость рыночных ценных бумаг и приведенной стоимостью инвестиций в основные средства и рабочий капитал. Таким образом, добавленная акционерная стоимость представляет собой совокупность приведенной стоимости денежных потоков от операционной деятельности в течение прогнозируемого периода, остаточной стоимости и рыночных ценных бумаг за вычетом стоимости долга. Данная метрика сконструирована А. Раппапортом (L.E.K. Consulting) и по оценкам INSEAD применяется около 8% компаний в процессе управления стоимостью.

Добавленная акционерная стоимость также может быть определена как приращение к выручке, умноженное на минимальный спрэд приращения, скорректированное на налоги, за вычетом текущей стоимости капитала. Минимальный спрэд приращения рассчитывается как маржа прибыли при приращении выручки за вычетом безубыточного уровня маржи прибыли для совокупного объема выручки в каждый период. Таким образом, в последней интерпретации добавленная акционерная стоимость дает возможность связать финансовое состояние компании с различными факторами стоимости. По мнению автора⁴⁰ модель факторов стоимости включает 7 элементов: темп роста выручки, операционная маржа, ставка налога, потребности в обновлении основных

³⁹ Mark Joiner, Eric Olsen, Gerry Hansell. New perspectives on value creation: a study of the world's top performers. // The Boston Consulting Group, www.bcg.com., 2001.

⁴⁰ A. Rappaport Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. – The Free Press, New York, 1998

средств, потребности в увеличении оборотного капитала, стоимость капитала и горизонт прогнозирования.

Метод коэффициентов, Multiplies

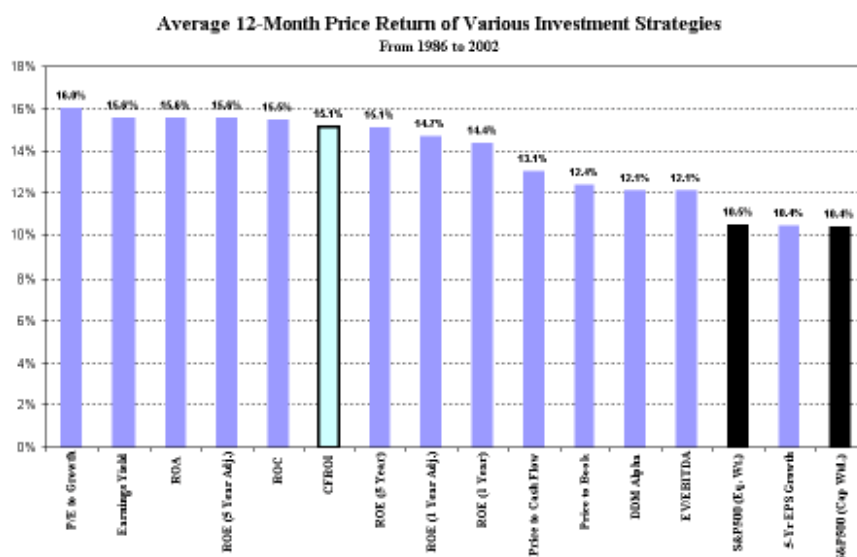
Помимо выше перечисленных метрик при анализе стоимости бизнеса часто применяется метод коэффициентов (multiplies). Большинство показателей сравнительного подхода уже стали традиционными для анализа компаний, ценные бумаги которых котируются на биржах:

- показатель цена/прибыль, P/E («price-to-earnings ratio»);
- цена/прибыль с учетом роста, PEG («price-to-earnings growth ratio»)
- прибыль на акцию («earnings yield»);
- дивидендная доходность («dividend yield»);
- рыночная стоимость к чистым активам или акционерному капиталу («price-to-book value»);
- цена акции к денежному потоку на акцию («price-to-free cash flow»);
- рыночная капитализация к размету прибыли от операционной деятельности до налогообложения и вычета амортизации, EV/EBITDA («enterprise value-to-EBITDA»).

Разработка новых методов оценки компаний и добавленной акционерной стоимости, несмотря на их теоретическую ценность, требует проверки в процессе реального ценообразования на фондовых рынках. В связи с этим инвестиционный банк Merrill Lynch⁴¹ проводит статистическое тестирование инвестиционных стратегий, базирующихся на различных фундаментальных показателях компаний. Результатом данной работы является сопоставление доходности инвестиций в компаний, выбранные на основе существующих методик анализа стоимости организаций. Согласно оценкам Merrill Lynch наибольшую доходность обеспечили инвестиции, основанные на показателях PEG с учетом 12-месячных значений EPS, Earnings yield, ROA.

Анализ инвестиционных стратегий в сравнении с индексом S&P 500

⁴¹ Bernstein R., Subramanian S. Merrill Lynch «Quantitative viewpoin: An analysis of CFROI», 27 January 2003



Источник: Bernstein R., Subramanian S. Merrill Lynch «Quantitative viewpoint: An analysis of CFROI», 27 January 2003

Таким образом, при оценке компаний и величины добавленной стоимости аналитикам следует использовать различные подходы определению цены бизнеса, что позволяет наиболее полно идентифицировать различные аспекты осуществления потенциальных изменений в целях увеличения капитализации предприятий.

§2. «Факторы стоимости и их влияние на бизнес»

2.1. Идентификация факторов стоимости

В процессе функционирования на компанию оказывают множество факторов, которые в той или иной степени влияют на конечные результаты ее деятельности, а следовательно, определяют и ее рыночную стоимость. В системе управления стоимостью важную роль играет глубокое понимание того, какие именно параметры деятельности фактически определяют стоимость бизнеса. Подобные параметры чаще всего называют факторами стоимости (value drivers) компании. Объективными причинами идентификации факторов стоимости для организации являются, во-первых, невозможность принятия решений в процессе операционной деятельности, оперируя лишь показателем стоимости. Во-вторых, именно факторы стоимости помогают менеджерам высшего эшелона понять, что происходит на всех остальных уровнях организации, и донести до них свои планы и намерения.

Подобная система демонстрирует зависимость факторов более высокого уровня от факторов более низкого уровня и показывает, каким образом показатель стоимости связан с текущей деятельностью. Например, совершенствование бизнес-процессов может

привести к снижению текущих издержек компании. Это способствует росту операционной прибыли и повышению рентабельности всей деятельности и вложенного капитала. И говоря об управлении стоимостью, следует учитывать, что речь идет об управлении системой факторов стоимости. В крупных компаниях такая система может включать множество факторов, управление которыми требует больших затрат. Поэтому первостепенной задачей является определение ключевых, наиболее значимых факторов, на которые должны быть направлены основные усилия по управлению стоимостью.

Такой анализ факторов стоимости представляет собой инструмент для стратегического планирования, позволяющий менеджерам выявить из всего объема необходимые рычаги влияния на стоимость компании. Данная система идентификации ключевых факторов стоимости осуществляется, как правило, в три этапа⁴²:

- разработка «карты» факторов стоимости компании;
- тестирование факторов стоимости на чувствительность;
- тестирование факторов стоимости на управляемость.

Для того, чтобы системой факторов стоимости можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, определить, какой из них оказывает наибольшее воздействие на стоимость, и возложить ответственность за этот параметр на конкретных людей, участвующих в достижении целей организации. Таким образом, необходимо разработать четко детерминированную систему факторов стоимости — до самого детального уровня, где фактор стоимости увязывается с показателями, на основе которых принимаются решения, зависящие непосредственно от функциональных и оперативных менеджеров. Общие факторы стоимости, такие как рост объема продаж, прибыль от основной деятельности, оборачиваемость капитала, одинаково хорошо применимы почти ко всем хозяйственным единицам, но им не хватает конкретности, и они мало информативны на низовом уровне.

В качестве инструмента идентификации ключевых параметров компании часто используется матрица факторов стоимости, основным критериями которой являются максимизация стоимости компании и возможности менеджеров воздействовать на данные рычаги, для чего требуется:

- во-первых, следует определить те факторы, которые способны оказать наибольшее влияние на рост акционерной стоимости компании;
- во-вторых, выбрать параметры, которые могут контролироваться менеджментом компании, т.е. те, на которые возможно оказывать влияние.

⁴². Author's group of L.E.K. Consulting. Identifying and Managing Key Value Drivers. // Shareholder Value Added, vol. I.

Для того чтобы понять, какие факторы обуславливают состояние организации, необходимо провести требуемую детализацию факторов стоимости компании до уровня тех, на основе которых происходит ежедневное принятие решений. В качестве примера можно привести разложение операционной прибыли сперва на основные компоненты затрат, а впоследствии на элементы затрат. Таким образом, выявление экономических связей между показателями финансовой и производственной деятельности будет являться принципиальным моментом для разработки эффективной «карты» факторов стоимости, которые в общем случае возможно использовать на трех уровнях:

- на общем, где прибыль от основной деятельности в сочетании с показателем инвестированного капитала служат основой для расчета рентабельности инвестиций;
- на уровне деловой единицы, где особенно уместны такие параметры, как клиентская база;
- на операционном уровне, где необходима предельная детализация, чтобы увязать факторы стоимости с конкретными решениями, находящимися в компетенции менеджеров на нижнем уровне.

По результатам идентификации ключевых факторов стоимости бизнеса на различных уровнях осуществляется проверка способности каждого фактора оказывать воздействие на стоимость, а также определение степени подобного воздействия. Оценка чувствительности показателя стоимости компании к изменениям факторов осуществляется на основе изменений в приведенной стоимости компании. Тестирование системы факторов имеет смысл производить на основе, как обычной текущей деятельности, так и возможных критических ситуаций, таких как ценовые войны, дефицит сырья, негативные изменения законодательства и т.п. При этом можно использовать упрощенные модели деятельности предприятия, в которых необходимо связать несколько факторов (например, объем продаж в натуральном выражении, цены, выручка, затраты и прибыль). Изменяя один из показателей (например, цену), следует проанализировать, как он влияет на фактор более высокого уровня (в данном случае — на прибыль).

Помимо этого каждый изменяемый параметр должен быть проверен на возможности управления им и контролирования его значений. Это позволяет выявить такие факторы внешней и внутренней сред компании, которые находятся за гранью воздействия, например, в некоторых отраслях, вследствие государственного регулирования, нет возможности для установления цен.

Затем необходимо определить, какой уровень данных показателей может быть обоснован существующими рыночными ценами (для фактора «стоимость сырья») и используемыми технологиями и организацией производства (для фактора «уровень брака»). После этого рассматриваются пути, с помощью которых можно достигнуть установленных показателей. В стратегии указываются целевые значения факторов стоимости более высокого уровня (например, уровня прибыли, которого можно достичь при целевом уровне стоимости сырья для основной продукции). Далее сравниваются различные варианты стратегии компании, и предпочтение отдается той, которая обеспечит больший рост стоимости предприятия.

Факторы стоимости нельзя рассматривать в отрыве друг от друга. Например, повышение цены само по себе может существенно увеличить стоимость — но только если не повлечет за собой потерю значительной доли рынка. По этой причине необходимо анализировать различные сценарии развития событий, чтобы лучше понять взаимосвязи между факторами стоимости. Сценарии показывают, как скажутся на стоимости компании или ее деловой единицы различные сочетания совместимых предпосылок, и тем самым помогают менеджерам увидеть взаимосвязь стратегии и стоимости. Например, что произойдет, если в отрасли разразится ценовая война (наверное, такую перспективу полезно изучить американским авиакомпаниям) или если в другой стране будут введены в эксплуатацию новые производственные мощности? Анализ подобных вопросов позволяет менеджерам всегда оставаться начеку.

Факторы стоимости и сценарии придают управлению стоимостью реалистичность, поскольку связывают действия менеджеров с их последствиями для стоимости компании. Все вместе эти элементы составляют стоимостное мышление, без которого невозможно подлинное управление стоимостью. Обратимся теперь к управленческим процессам, необходимым для внедрения этого мышления во всех звеньях компании.

Ключевые факторы стоимости не статичны, и, следовательно, необходимо время от времени пересматривать их целевые уровни. Выявление ключевых факторов стоимости может оказаться для компании достаточно трудоемким, поскольку это требует индивидуального подхода к каждому производственному процессу; к тому же зачастую системы отчетности компаний не приспособлены для того, чтобы обеспечивать нужную для этой процедуры информацию.

2.2. Факторы стоимости в модели DCF

Модель DCF позволяет из аналитической формулы стоимости компании выделить факторные показатели, определяющие ее значение, что в свою очередь дает возможность аналитикам и инвесторам проводить сравнительный анализ полученных коэффициентов применительно к прошлой деятельности организации, с показателями конкурентов. Помимо указанных возможностей факторный анализ стоимости бизнеса также открывает для менеджеров новые способы идентификации дополнительных резервов роста доходов.

Исходя из того факта, что стоимость компании определяется денежными потоками от основной деятельности, можно сделать заключение, что основополагающими факторами стоимости будут те, которые определяют величину денежного потока. В качестве таких факторов, как правило, выделяют:

- рентабельность инвестированного капитала
- темпы, с которыми компания наращивает свои доходы, прибыли и капитальную базу

С помощью простой модели можно показать, каким образом темпы роста и рентабельность инвестиций влияют на величину свободного денежного потока. Рентабельность инвестированного капитала (ROIC) равна прибыли компании от основной деятельности, деленной на величину капитала, вложенного в компанию. носительный показатель непосредственно влияет на цену акций. Компании можно сравнивать между собой по этому соотношению, и такое отражает относительную эффективность компаний с точки зрения акционеров.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}$$

$$g = ROIC_{new} * K,$$

где

K – норма инвестирования

Однако еще интереснее, чем абсолютные значения самого показателя, узнать, как, за счет чего они получены. Рентабельность собственного капитала определяется множеством разнообразных параметров хозяйственной стратегии. Во-первых, на нее влияет эффективность использования активов для обеспечения продаж. Эту характеристику часто выражают через коэффициент оборачиваемости активов, который рассчитывается делением общей величины выручки от реализации на балансовую стоимость совокупных активов. Во-вторых, рентабельность собственного капитала отражает эффективность, с которой объем продаж преобразуется в чистую прибыль, то есть она отражает норму

прибыли. В-третьих, рентабельность собственного капитала зависит от степени использования кредитного рычага (или, иначе говоря, от долговой нагрузки), то есть от соотношения величины заемного капитала (долга) и балансовой стоимости собственного капитала. Формула, дающая представление о составляющих ROIC, известна как модель Дюпона:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Revenue} * \frac{Revenue}{A} * \frac{A}{IC},$$

где

Revenue - выручка от операционной деятельности

A - активы компании.

Эта формула позволяет не только определить уровень рентабельности в 5-летних показателях, но и понять, за счет чего этот уровень достигнут. Например, фирма, занимающаяся производством потребительских товаров, может в течение известного времени поддерживать высокий уровень рентабельности просто за счет наращивания долга. В то время как ее конкурент, возможно, обеспечивает высокую норму прибыли благодаря тому, что наилучшим образом удовлетворяет нужду потребителей в товарах высокого качества. Понятно, что последний способ является намного более надежным источником конкурентных преимуществ, ибо воспользоваться кредитным рычагом может каждая фирма, но не каждая способна удовлетворять потребности покупателей так, чтобы они платили премию за приобретенный товар или услугу.

Фактор роста будущих денежных потоков также играет важную роль в оценке стоимости компании. Необходимо с максимальной точностью определить возможные темпы роста компании при различных сценариях развития внешней и внутренней среды. При решении вопроса о целесообразности роста компания должна оценить эффект будущего прироста выручки и денежного потока, а также вычислить размер предельных инвестиций для обеспечения данного роста, что может быть осуществлено методом дисконтирования. В этом случае, аналитика необходимо определить приведенную стоимость приращения денежного потока в последующих периодах, объем инвестиций, на основе этих показателей вычислить ставку IRR. Таким образом, полученная внутренняя норма рентабельности при сравнении с ROIC и WACC позволит принять мотивированное решение в отношении роста компании. На основе анализа формулы стоимости компании:

$$EV = \left(\sum_n^t \frac{CF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{CF_t(1+g)}{WACC-g} \right) - \sum \frac{DP_m}{(1+i_d)^m}$$

можно сделать следующие выводы:

- до тех пор пока рентабельность инвестированного капитала превышает средневзвешенные затраты на капитал, которые служат ставкой дисконтирования для денежного потока, более высокие темпы роста ведут к созданию большей стоимости

- если рентабельность в точности равна средневзвешенным затратам на капитал, то дополнительный рост и не создает, и не уничтожает стоимость, так что инвесторам не имеет смысла переплачивать за дополнительный рост, коли они в состоянии получать ту же отдачу где-нибудь еще.

- если же рентабельность инвестированного капитала отстает по величине от средневзвешенных затрат на капитал, то дополнительный рост фактически уничтожает стоимость; таким образом, в подобных обстоятельствах инвесторам было бы лучше вложить свои средства в какой-нибудь другой объект.

Таким образом, для увеличения прибыли, которую компания получает от уже имеющегося в ее распоряжении капитала необходимо решить следующие задачи:

- увеличить рентабельность новых инвестиций;
- увеличить свои темпы роста, но только до тех пор, пока рентабельность новых инвестиций превышает средневзвешенные затраты на капитал;
- сократить свои затраты на капитал.

2.3. Формирование оптимальной структуры капитала

Одним из факторов, оказывающих влияние на стоимость компании, является уровень затрат на капитал, который согласно с формулами доходного подхода является составляющей коэффициента дисконтирования и отражает требуемую норму доходности инвесторами в соответствии с риском, присущим данной компании. На основе формул, отражающих формирование стоимости компании, можно увидеть, что снижение уровня затрат на капитал в случае одинаковых денежных потоков способствует увеличению стоимости бизнеса:

$$EV = \frac{CF}{WACC}$$

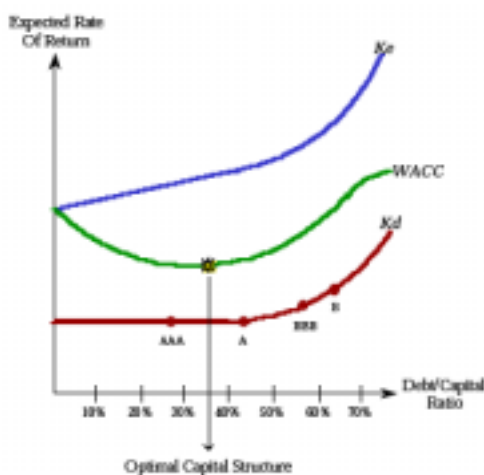
Как уже было отмечено ранее, затраты на капитал представляют собой нормы доходности, требуемые поставщиками заемного и акционерного капитала, взвешенные согласно долям данных компонентов в валюте баланса. Стоимость акционерного

капитала, как правило, связана с риском инвестирования в данную компанию, в то время как уровень затрат на привлечение заемного капитала в большей степени отражает способность организации погасить долговые обязательства с учетом стоимости и ликвидности заложенного имущества.

Формирование структуры капитала определяется следующими тремя факторами: размещением активов, выбором уровня финансового рычага и дивидендной политикой компании. Это подразумевает, что прибыль до вычета налогов и процентных платежей, полученная от размещения активов, распределяется в следующем порядке:

- налоговые платежи
- процентные платежи
- дивидендные выплаты.

Таким образом, формирование оптимальной структуры капитала, прежде всего, зависит от соотношения заемных и собственных средств (уровня финансового рычага), которое максимизирует совокупную стоимость компании. В наиболее простом случае можно предположить, что в если уровень затрат на акционерный капитал выше, чем на привлечение заемных средств, следовательно, необходимо использовать максимально возможный объем данного источника. Однако, подобное утверждение не учитывает структуры процентных ставок и требуемых норм доходности от инвестиций в акции в соответствии с уровнем соотношения собственных и заемных средств организации.



Увеличение заемных средств в структуре капитала повышает уровень риска полного или частичного дефолта по займам, что отражается в показателях покрытия долга и процентных платежей и ведет к повышению ставки по привлечению новых средств. Помимо этого, дополнительный прирост заемных средств, увеличивает норму доходности

за инвестирование в акции компании, так как требования акционеров в случае банкротства организации учитываются в последнюю очередь. Таким образом, задачей компании в процессе формирования оптимальной структуры капитала является выявление уровней доходности для поставщиков акционерного и заемного капитала в случаях различного соотношения собственных и привлеченных средств.

Оценка нормы доходности для акционеров в большинстве случаев производится на основе модели ценообразования капитальных активов (САРМ), в которой риск присущий акциям компании определяется коэффициентом β . При расчете данного показателя также учитывается уровень финансового рычага, что позволяет вычислить различные значения норм доходности для соответствующих соотношений заемного и собственного капитала. В свою очередь, для оценки затрат на привлечение неакционерного капитала целесообразно применять рейтинговые системы, что дает возможности сопоставлять уровень процентов и финансового рычага компании.

| Debt/Cap | Debt | Equity | β_1 | K_e | Debt/Cap | Debt Rating | K_d | $K_d \times (1-T)$ | Debt/Cap | K_e | $K_d \times (1-T)$ | WACC |
|----------|------|--------|-----------|-------|----------|-------------|-------|--------------------|----------|-------|--------------------|-------|
| 0% | 0 | 100 | 0.90 | 13.2% | 0% | — | 7.5% | 4.5% | 0% | 13.2% | 4.5% | 13.2% |
| 10% | 10 | 90 | 0.96 | 13.7% | 10% | AA | 7.8% | 4.7% | 10% | 13.7% | 4.7% | 12.8% |
| 20% | 20 | 80 | 1.04 | 14.3% | 20% | A | 8.3% | 5.0% | 20% | 14.3% | 5.0% | 12.4% |
| 30% | 30 | 70 | 1.13 | 15.1% | 30% | BBB | 9.0% | 5.4% | 30% | 15.1% | 5.4% | 12.2% |
| 40% | 40 | 60 | 1.26 | 16.1% | 40% | B+ | 10.1% | 6.1% | 40% | 16.1% | 6.1% | 12.1% |
| 50% | 50 | 50 | 1.44 | 17.5% | 50% | B | 11.5% | 6.9% | 50% | 17.5% | 6.9% | 12.2% |
| 60% | 60 | 40 | 1.71 | 19.7% | 60% | CCC | 14.0% | 8.4% | 60% | 19.7% | 8.4% | 12.9% |
| 70% | 70 | 30 | 2.16 | 23.3% | 70% | CC | 16.0% | 9.6% | 70% | 23.3% | 9.6% | 13.7% |
| 80% | 80 | 20 | 3.06 | 30.5% | 80% | C | 21.0% | 12.6% | 80% | 30.5% | 12.6% | 16.2% |
| 90% | 90 | 10 | 5.76 | 52.1% | 90% | D | 23.0% | 13.8% | 90% | 52.1% | 13.8% | 17.6% |

Источник: Matthew R. Morris, Creating Shareholder Value Through Capital Structure Optimization. // Value Incorporated, www.valueinc.com, 2001

Подобный анализ отражает важность задачи формирования оптимального соотношения собственных и заемных средств, решение которой открывает потенциальные резервы стоимости компании.

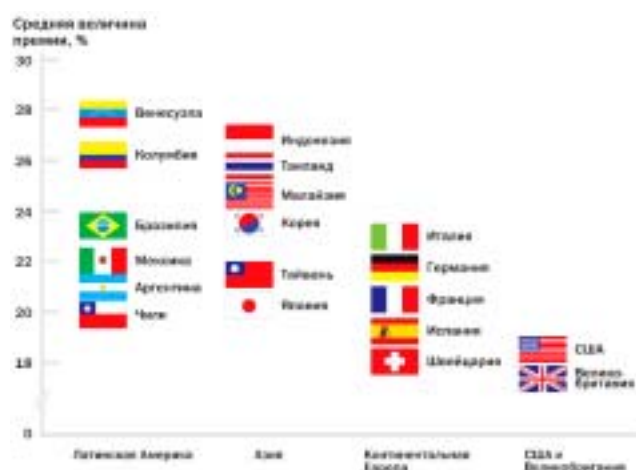
2.4. Корпоративное управление как фактор стоимости компании

Корпоративное управление представляет собой набор механизмов, используемых для поддержания адекватного баланса между правами акционеров и потребностями совета директоров и менеджмента в процессе управления компанией. Данная система должна обеспечивает взаимодействие трех основных групп интересов — акционеров, совета директоров и топ-менеджеров, основная задача которой состоит в уравнивании ответственности между этими группами интересов: совета директоров перед

акционерами, менеджмента перед советом директоров, собственников крупных пакетов акций перед миноритариями, наконец, корпорации перед обществом.

Предполагается, что эффективная системы корпоративного управления является одним из главных инструментов создания акционерной стоимости, которая позволяет снижать стоимость привлечения капитала и увеличивать рентабельность компании.

Результаты исследования компании McKinsey показали, что инвесторы готовы платить весьма значительные премии к ценам на акции компаний с эффективной системой корпоративного управления. Неудивительно, что на развивающихся рынках эта премия существенно выше, чем на развитых.



Источник: Геннадий Газин Корпоративное управление в России: реальное конкурентное преимущество // Вестник McKinsey № 1(3) 2003

Вкладывая средства в компании с эффективным корпоративным управлением, инвесторы соглашаются получать меньший возврат на капитал, что позволяет этим компаниям добиваться стоимости привлеченного капитала. Кроме того, низкая величина WACC позволяет им реализовывать проекты, которые не могут быть осуществлены их конкурентами из-за более высокой стоимости заемных средств. По этой же причине эффективно управляемые компании имеют возможность привлекать капитал быстрее и легче, чем более рискованные, с точки зрения потенциального инвестора, компании. Доступность капитала также является существенным фактором для обеспечения роста корпорации, а значит, и для создания будущей экономической прибыли и увеличения акционерной стоимости компании.

Готовность инвесторов получать меньшую доходность от вложений в акции, прежде всего, объясняется тем, что эффективное корпоративное управление повышает прозрачность компании, которая положительно влияет на субъективное восприятие инвесторами рискованности вложений в данную компанию. Во-вторых, наличие в

компания эффективной системы корпоративного управления служит для инвесторов доказательством того, что их интересы имеют приоритет над интересами менеджеров, а миноритарные акционеры получают гарантии того, что крупные акционеры будут соблюдать их права. В результате меньший риск означает меньший ожидаемый возврат на инвестиции и, следовательно, более низкую стоимость капитала для организации.

Повышение рентабельности инвестированного капитала может осуществляться за счет внедрения улучшенной системы управления рисками, повышения прозрачности системы сдержек и противовесов, обеспечения более рационального распределения между различными направлениями бизнеса ограниченных ресурсов компании. Кроме того, эффективное корпоративное управление позволяет мобилизовать капитал при возникновении перспективных проектов быстрее, чем это в состоянии сделать конкуренты. Увеличение рентабельности инвестированного капитала (ROIC) ведет к созданию дополнительной акционерной стоимости, делает компанию привлекательной для инвестиций и позволяет аккумулировать капитал по более низким ставкам.

2.4. Создание стоимости при слияниях и поглощениях

Существует множество различных мотивов, побуждающих компанию предпринимать шаги, ведущие к изменению ее структуры, но в основе, как правило, лежит стремление увеличить благосостояние акционеров. В качестве источника увеличения акционерной стоимости слияния и поглощения открывают компании следующие источники роста.

Доход от увеличения эффективности работы, в большинстве случаев достигается за счет операционной экономии, которая выражается в устранении дублирования функций, объединения таких видов деятельности, как маркетинг, учет, снабжение, сокращения затрат на сбыт. Помимо операционной экономии причиной слияния может стать достижение экономии за счет масштаба, что снижает средние издержки на единицу продукции при увеличении объема производства. Однако, при превышении некоторого оптимального объема производства, увеличение объема работ влечет за собой все больше издержек, что перекрывает образующийся за счет этого увеличения рост продуктивности, в результате чего эффективность работы компании снижается.

Увеличение акционерной стоимости в случае слияния также достигается в случае, если реструктуризация позволила повысить качество управления. Хотя компания может сама изменить свой управленческий аппарат, на практике для этого может оказаться необходимой реструктуризация. Компании с неэффективной системой управления,

обладающие низкой доходностью и высоким потенциалом увеличения прибыли посредством повышения качества управления, являются первоочередными кандидатами на поглощение.

Расширение географического размещения компании позволяет выйти на новые рынки сбыта, когда возможности традиционного рынка во многом исчерпаны. Кроме того, став транснациональной, компания снижает свою подверженность локальным политическим и экономическим рискам, усиливается ее позиция на переговорах с властями. Компании с развивающихся рынков благодаря транснациональным слияниям и поглощениям могут выйти за пределы странового риска, что позволит им дешевле привлекать капитал.

Реализация стратегии вертикальной интеграции также может оказать положительное влияние на увеличение акционерной стоимости, в этой ситуации компания обеспечивает стабильность будущих денежных потоков посредством обеспечения экономической безопасности (с точки зрения поставок сырья и продажи готовой продукции и цен на них) основным обоснованием для вертикальной интеграции. Иногда вертикальная интеграция используется для усиления рыночных позиций через поднятие входных барьеров.

Стоимость в ходе реструктуризации может создаваться посредством передачи новой информации. Данный момент подразумевает асимметрию информации, которой обладает руководство компании и фондовый рынок, на котором обращаются акции компании. Если предположить, что акции недооценены, то объявление о слиянии может вызвать позитивный сдвиг, т. е. рост стоимости акций компании. Идея здесь заключается в том, что факт слияния/поглощения свидетельствует о недооценке инвесторами потенциальной доходности компании убедительнее, чем многие другие аргументы.

Объявление о продаже активов может послужить сигналом об изменении инвестиционной политики, эффективности работы компании или избавление от непрофильных активов, что в свою очередь может оказать позитивное воздействие на стоимость акций. С другой стороны, такое объявление может быть воспринято, как продажа наиболее ликвидного филиала с целью поправить дела компании, в этом случае сигнал будет негативным.

Еще одним важным источником роста стоимости компании является эффект синергии, достигаемый при слияниях и поглощениях. Способность создать стоимость более высокую, чем самостоятельная стоимость поглощенного предприятия, за счет использования активов обеих компаний называется синергией. Стоимость сделки напрямую зависит от того, как продающая и покупающая стороны оценивают

синергетические эффекты. При этом компании очень часто переоценивают их, а это грозит значительными потерями покупающей стороне⁴³.

Стоимость, которую могут создать синергетические эффекты, определяется на основе сопоставления внутренних возможностей компании и кандидатов на слияние или поглощение. Создание дополнительной стоимости компании как результат синергетического эффекта складывается из операционной и финансовой синергии. Операционная синергия — это дополнительная стоимость от слияния ресурсов и зависит от вида слияния. В самом общем виде расчет производится суммированием экономий на масштабе (эффекта, получаемого за счет объединения управленческого персонала, функциональных служб и т.п.) и таких эффектов масштаба, как перекрестные продажи, доступ к новым рынкам, трансфер технологий, расширение географии присутствия с новыми возможностями (увеличением рыночной мощи, операционными и финансовыми возможностями). Из этого необходимо вычесть издержки на реализацию таких эффектов.

Финансовая синергия — это дополнительная стоимость, возникающая в результате диверсификации рисков и видов деятельности, налоговых преимуществ, возможностей повышения ликвидности и привлечения долгового финансирования.

В основе оценки эффекта синергии лежит метод дисконтированного денежного потока, на основе которого рассчитывается приведенная стоимость и сравнивается с премией⁴⁴, уплачиваемой продавцу. Сама оценка ведется в соответствии со следующей процедурой:

1. Независимая раздельная оценка рыночной стоимости каждой компании, участвующей в поглощении или слиянии, методом DCF со ставкой дисконтирования, равной WACC каждой компании.

2. Оценка стоимости объединенной компании без учета синергии как результат простого сложения стоимостей компаний, рассчитанных в п. 1.

3. Оценка синергетического эффекта на основе ожидаемого роста объединенной компании, ее денежного потока и рыночной стоимости объединенной компании с учетом синергетического эффекта.

4. Оценка стоимости синергии как разницы между рыночной стоимостью объединенной компании с учетом эффекта синергии (п. 3) и без учета такового (п. 2).

При продаже активов может иметь место эффект обратной синергии, когда стоимость компании после продажи актива составляет больше, чем просто разность

⁴³ Scott A. Christofferson, Robert S. McNish, and Diane L. Sias, McKinsey. Where mergers go wrong. // McKinsey on Finance, Winter 2004.

⁴⁴ A. Rappaport Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. – The Free Press, New York, 1998

стоимости объединенной компании и проданного актива. То есть эксплуатация реализуемых объектов может быть целесообразной для какой-нибудь другой компании как средство генерирования денежных потоков и образования чистой положительной стоимости. В итоге эта компания оказывается готовой заплатить за данные объекты более высокую цену.

2.5. Капитализация маркетинга

В случае проведения эффективных маркетинговых проектов, данным элементом может стать элемент управления стоимостью. Расчеты, касающиеся количественного влияния маркетинговой стратегии на уровень капитализации, показывают, что, как актив, маркетинговая стратегия, удовлетворяющая требованиям инвесторов, может увеличить рыночную стоимость российских компаний до 20%.

В данном случае под такими стратегиями понимается традиционный комплекс маркетинговых действий. Основными маркетинговыми источниками повышения капитализации российских компаний являются выбор целевых рынков (по емкости, прибыльности, соответствию компетенциям компании), создание отличительных преимуществ (по продукту, сервису, операциям, торговым маркам) и построение систем лояльности потребителей (повторные закупки, продолжительность совместного бизнеса). На базе этих источников должны быть реструктурированы текущий, среднесрочный и долгосрочный бизнес-портфели и приняты стратегические решения по продаже активов, сохранению позиций или росту в каждом из портфелей. Но для того, чтобы российские компании эффективно применяли программы разработки и реализации маркетинговых стратегий, необходим единый подход через подготовку профессиональных стандартов для различных по величине компаний.

Многие российские компании пока до конца не осознали возможные количественные параметры роста капитализации. Технология принятия решений, базирующаяся на основе тщательного маркетингового аудита, как и сами методики его проведения и анализа, только входят в практику деятельности предприятий. Кроме того, до недавнего времени не было четкой схемы, позволяющей прогнозировать финансовые результаты разработки и внедрения маркетинговых стратегий. Практика показывает, что продолжительность маркетингового аудита и разработка маркетинговых программ на уровне стратегической бизнес-единицы составляет 25-27 недель, на уровне интегрированной бизнес-группы - 30-35 недель. При этом не требуется масштабных инвестиций.

2.6. Другие факторы роста акционерной стоимости

Согласно исследованию Boston Consulting Group «Новые перспективы по созданию стоимости»⁴⁵, проведенному на основе анализа CVA более 4 000 компаний, имеющих котировки на биржах по всему миру, в настоящее время ключевым фактором стоимости, обеспечившим большинству компаний приращение акционерной стоимости, является стабильный рост компании при поддержании рентабельности основной деятельности. Ориентация только на увеличение показателей эффективности сильно ограничивает возможные стратегии организации и не позволяет быстро реагировать на новые тенденции в бизнесе.

Помимо этого данная работа также отражает, что не ко всем отраслям применим подход по идентификации факторов стоимости, основанный показателях рентабельности (capital approach). В таких отраслях как информационные технологии и телекоммуникации добавленная стоимость в большей степени связана с человеческими ресурсами, а в отрасли электронной коммерции значительное влияние приобретает зависимость от потребителей. И следовательно, в данных отраслях стоимость будет определяться количеством персонала, которое добивается роста компании для сферы ИТ и телекоммуникаций, и действиями по улучшению лояльности потребителей в случае электронной коммерции.

§3. Применение информационных технологий при управлении стоимостью компании.

Сегодня уже невозможно представить себе управление крупной корпорацией без использования информационных систем. На текущий момент на российском рынке представлено уже более 100 российских и более 20 зарубежных корпоративных информационных систем различного уровня интегрированности и детальности учета для предприятий различной величины и различных отраслей деятельности. Решения зарубежных производителей программного обеспечения, как правило, носят более комплексный и универсальный характер и главным образом относятся к классу ERP (Enterprise resources planning).

В настоящее время информационные технологии не ограничиваются просто сбором данных, они стали существенно расширять процессы бизнеса, поддерживаемые деловым

⁴⁵ Daniel Stelter, Mark Joiner, Eric Olsen, Cerry Hansell, George Frazis, BCG «New perspectives on value creation: a study of world's top performers»

применением, а следовательно помогают улучшить показатели работы. Это происходит с помощью усиления контроля за деятельностью компании, увеличения производительности и уменьшения стоимости продукции или использования альтернативных возможностей по повышению доходов.

Вместе с расширением таких деловых решений как SAP, Peoplesoft начинается развитие и применение методик, позволяющих проводить комплексный мониторинг состояния компаний, основанный не только на множестве показателей и взаимосвязях между ними. Одним из таких инструментов является Сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard, BSC), которая должна отражать все существенные экономические взаимосвязи, отражать итоговые результаты деятельности и позволять проследить цепочку их формирования. С этой точки зрения аналитическое применение сбалансированной системы показателей, прежде всего, направлено на следующие области:

- Финансовое/бизнес управление: комплексное использование BSC, планирование, составление бюджета и финансового анализа (исключая важные финансовые проекты, такие как главная бухгалтерская книга);
- Контроль взаимоотношений с потребителем - Customer Relationship Management (CRM): применение, представляющее собой разделение потребителей на группы, проведение соответствующего анализа, используемого в целях маркетинга и кампаний по продажам;
- Работа/эффективность: внутренний процесс применения, начиная с оптимальных условий поставки до полного анализа, обнаружения обмана, оптимального распределения рабочей силы.

Соответственно, аналитическое применение объединяется в три широких уровня системы, которые помогают собрать сведения об организации:

- Стратегический: корпоративная инструментальная панель, например, BSC, демонстрирующая финансовый показатель, внутренний процесс, показатель обучения и роста, также характеристики потребителей;
- Операционный/специальные процессы: интенсивный финансовый, интенсивный производственный, интенсивный социальный и интенсивный потребительский процессы;
- Фундаментальный: модели деловой активности, операторы и показатели.

Развитием информационно применения BSC является программное решение по декомпозиции показателя добавленной экономической стоимости (EVA) в систему сбалансированных показателей. Консалтинговая компания Stern Stewart - создатель данного показателя, предлагает, прежде всего, проанализировать исторические оценки состояния компании и описать характеристики, в которых организация осуществляет свою деятельность. Разработчик программного обеспечения Hyperion в связи с этим создал продукт «Hyperion Performance ScoreCard», который позволяет отразить связи между стратегией компании и необходимыми задачами менеджмента организации.⁴⁶

Данная информационная система вовлекает в процесс сбора и анализа показателей различные группы пользователей: от рабочего персонала до топ-менеджеров компании. Это позволяет в той или иной степени вовлекать весь персонал в процесс управления предприятием и показать им весь процесс создания продукции, а также отразить цепочку создания стоимости. Таким образом, обучение пользованию данным программным продуктом может способствовать принятию работниками организации различных инициатив, а также выбору тех, которые в наибольшей степени обеспечивают создание стоимости.

Еще одним программным продуктом в области анализа и прогнозирования создания стоимости организации является пакет EVA Software, который включает различные модули, позволяющие осуществлять оценку, моделирование, факторный анализ, а также формировать отчетность на основе полученных результатов. В данном продукте в целях обеспечения эффективной стратегии по созданию акционерной стоимости необходимость расчета показателей экономической добавленной стоимости для каждого продукта, хозяйственной единицы, региона, потребителя и формирования соответствующей отчетности возложена на корпоративную информационную систему.

В основу создания программного пакета EVA Software легли следующие принципы:

- определение информационных систем, способных поддерживать новые стратегические показатели и систему их взаимосвязей;
- обеспечение возможности получения информации и данных из уже существующих источников;
- возможность использования системы аналитической обработки в реальном времени (Online Application Processing, OLAP) для консолидации различных

⁴⁶ G. Bennet III, Stern Stewart, Thomas E. Zsolt, Hyperion. Managing Shareholder value. // www.CFOProject, 2003. – pp. 122-125.

видов информации и создания связей между финансовыми и нефинансовыми источниками данных.

На основе указанных выше принципов подразделением компании Stern Stewart&Co. был разработан информационно-аналитический пакет в области управления стоимостью компании, включающий следующие модули:

- модуль отчетов по показателям экономической добавленной стоимости (EVA Reporting Infrastructure), который основан на экономической добавленной стоимости как фундаментальном показателе прибыли с учетом корректировок на стоимость капитала и бухгалтерские расхождений, позволяет отслеживать величину добавленной стоимости отдельными процессами, продуктами, проектами, подразделениями, регионами, а также потребителями;
- интегрированная система показателей экономической добавленной стоимости (Integrated EVA Scorecard), сконструированная по принципам сбалансированной системы показателей и объединенная с плановыми нормативами и показателями EVA, которая позволяет связать воедино различные факторы, определяющие создание акционерной стоимости. Данный инструмент дает возможность по большей детализации стратегии компании и систем слежения за ее состоянием, а также предоставляет большой спектр по идентификации и отражению ключевых параметров, связанных с метрикой EVA. Помимо этого, аналитическая модель экономической добавленной стоимости учитывает временную стоимость денежных потоков, таким образом, информационная система должна также оценивать влияния текущих операций на прогнозные показатели EVA.
- Система моделирования бизнес-процессов (EVA Business Modeling) - аналитический модуль, объединяющий показатели добавленной стоимости и систему формирования затрат организации на основе видов деятельности (Activity Based Costing, ABC), которая позволяет осуществить классификацию и разделение существенных доходов, затрат, активов с учетом возможных альтернатив в целях достижения лучших операционных результатов.

Модуль формирования отчетов «EVA Reporting Infrastructure» призван обеспечить работников всех уровней своевременной информацией, как финансовой, так и нефинансовой, для возможности дальнейшего приращения стоимости бизнеса и создания

новых решений в области системы управления стоимостью. Данная система направлена на улучшение процесса расчета и оценки информации и упрощение формирования отчетности по стандартам данной аналитической методики. В этой связи модуль формирования отчетов построен на основе базы данных «Hyperion Essbase», лидирующей в области OLAP технологий и включающей различные шаблоны отчетов, которые могут формироваться также через сети. Установка такой аналитической системы создает устойчивую операционную среду и минимизирует необходимую поддержку и развитие. Немаловажным фактором являются короткие сроки ее внедрения в корпоративную систему, что существенно снижает издержки по сравнению с другими программными продуктами данного класса.

Модуль аналитической системы показателей экономической добавленной стоимости обеспечивает базис для оценки топ-менеджмента, отдельных подразделений и рядовых работников организации и позволяет компаниям точно следовать выбранным стратегиям. Система «Integrated EVA Scorecard» совмещает два подхода: аналитическую методику расчета EVA и систему сбалансированных показателей, в результате чего реализуются следующие принципы:

- постановка цели увеличения стоимости на основе использования показателей EVA в качестве главной;
- обеспечение учета временной стоимости денежных потоков касательно текущих операций и будущего роста стоимости;
- обеспечение возможностей планирования в реальном времени с использованием в качестве инструмента «Integrated EVA Scorecard»;
- обеспечение возможностей использования данной системы сбалансированных показателей в качестве корпоративной программной платформы.

Система моделирования бизнес-процессов представляет собой аналитическое приложение, использующее сильные стороны методики формирования и управления затратами в сочетании с показателями EVA, и включает следующие характеристики:

- организация операционных и бизнес-процессов – отражает резервы увеличения стоимости;
- сценарный анализ «What-if» - отражает динамический анализ для поддержания конкурентного положения;
- операционный менеджмент – отражает оценку EVA от возрастающих мощностей;

- использование ресурсов – производит оценку размещения доступных ресурсов и их реального состояния;
- возможно для использования в отдельных подразделениях или в целом для корпорации;
- позволяет производить расчет созданной стоимости в разрезах потребителей, процессов, продуктов с учетом улучшенного распределения затрат и расходов на капитал.

Таким образом, вышеописанные информационные системы позволяют рассчитывать показатели создания акционерной стоимости и выделять факторы, определяющие ее, что существенно облегчает работу аналитиков.

Глава III «Практическое применение системы управления стоимостью»

§1. Практика повышения капитализации ОАО «Ростелеком»

Данный раздел подготовлен на основе открытых источников информации и годовых отчетов о деятельности ОАО «Ростелеком».

ОАО «Ростелеком» – крупнейший оператор фиксированной связи Российской Федерации. Компания владеет современной цифровой сетью, покрывающей практически всю территорию страны. ОАО «Ростелеком» представляет собой оператора для операторов и обеспечивает полный объем потребностей в услугах магистральной сети и объединяющей сети российских операторов в единую транснациональную сеть. На рынке Москвы ОАО «Ростелеком» предоставляет услуги международной и междугородной связи конечным пользователям, используя инфраструктуру местного оператора связи, и напрямую выставляет счета абонентам.

«Ростелеком» – единственный российский оператор, имеющий лицензию на пропуск как исходящего, так и входящего международного трафика. «Ростелеком» участвует в 30 международных кабельных системах и взаимодействует с 400 международными операторами.

Благодаря масштабным инвестициям в середине 90-х годов, в настоящий момент ОАО «Ростелеком» обладает мощной магистральной сетью связи, охватывающей практически всю территорию Российской Федерации. Общая протяженность сети Компании составляет порядка 200 тысяч километров, в основе которой преобладают современные волоконно-оптические линии связи (ВОЛС) «Москва – Новороссийск», «Москва – Хабаровск» и «Москва – Санкт-Петербург». По цифровым линиям «привязок» обеспечен выход на 88 цифровых автоматических междугородных телефонных станций (АМТС) в 77 субъектах Российской Федерации.

Сеть Компании базируется на восьми мощных узлах автоматической коммутации и 11 международных центрах коммутации. Уровень цифровизации коммутационного оборудования на конец 2002 года превысил 91%.

ОАО «Ростелеком» контролируется государством через холдинг ОАО «Связьинвест», который является крупнейшим акционером ОАО «Ростелеком»: ему принадлежит 51% обыкновенных (голосующих) акций Компании. 49% обыкновенных и 100% привилегированных акций ОАО «Ростелеком» находятся в свободном обращении и торгуются на крупнейших фондовых биржах России. В 1998 году была запущена программа АДР II уровня с листингом на Нью-Йоркской фондовой бирже (тикер ROS).

АДР ОАО «Ростелеком» также обращаются на основных европейских торговых площадках⁴⁷.

Во всех регионах страны Компания предоставляет услуги операторам, обеспечивая потребности в услугах магистральной сети и объединяя сети российских операторов России в единую национальную сеть.

Структура акционерного капитала ОАО «Ростелеком»

На сегодняшний день уставный капитал ОАО «Ростелеком» составляет 2 428 819,5 рубля и разделен на 728 696 320 обыкновенных и 242 831 469 привилегированных акций номинальной стоимостью 0,0025 рубля каждая.

Крупнейшими акционерами Компании являются:

- ОАО «Связьинвест» – 38,005% от уставного капитала (50,67% голосующих акций);
- некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (номинальный держатель) – 9,554% от уставного капитала;
- ЗАО «ИНГ БАНК (Евразия)» (депозитарий*) – 18,509% от уставного капитала (ЗАО «ИНГ БАНК (Евразия)» – депозитарий, является банком-кастодианом ОАО «Ростелеком» по программе американских депозитарных расписок (АДР) II уровня. Каждая американская депозитарная расписка представляет собой 6 обыкновенных акций Компании, которые хранятся в банке-кастодиане в качестве обеспечения.);
- ЗАО «ИНГ БАНК (Евразия)» (номинальный держатель) – 5,126% от уставного капитала;
- ЗАО «Депозитарно-клиринговая компания» (номинальный держатель) – 5,029% от уставного капитала.

Общее количество держателей акций ОАО «Ростелеком» составляет 21 714, включая 211 юридических и 21 503 физических лица.

Реформа организационной структуры

К 2002 году в связи с неудовлетворительными результатами деятельности и снижением капитализации компании в предшествующие годы завершился процесс реорганизации филиальной сети ОАО «Ростелеком». Однако, несмотря на формальную монополию, из-за недостатков регулирования и обычного для компании-монополиста отсутствия гибкости к началу 2002 года Компания потеряла более 50% рынка входящего международного трафика. На протяжении последних нескольких лет объемы входящего

⁴⁷ См. Приложение № 1

трафика снижались на 3–5% в год, и только в 2002 году удалось переломить эту тенденцию. Из двадцати четырех филиалов Компании на начало 2002 года к 1 января 2003 года было сформировано десять: семь региональных и три функциональных филиала.

17 региональных филиалов Компании были преобразованы в семь в соответствии с зонами обслуживания региональных операторов связи ОАО «Связьинвест», являющихся одними из крупнейших клиентов ОАО «Ростелеком» на территории всей страны.

Реорганизация проводилась в тесном взаимодействии с ОАО «Связьинвест», которое, в свою очередь, объединило региональные компании электросвязи в семь межрегиональных компаний (МРК). Кроме того, ОАО «Связьинвест» и ОАО «Ростелеком» подписали техническое задание на проектирование генеральной схемы взаимоувязки сетей, в котором зафиксированы основополагающие принципы взаимодействия между Компанией и МРК.

Проведенная реструктуризация позволила значительно снизить численность персонала за счет сокращения административно-управленческого аппарата, повысить эффективность управления и функциональную прозрачность филиалов Компании (структуры вновь созданных региональных филиалов построены на единых принципах) и оптимизировать управление и эксплуатацию объектов сети ОАО «Ростелеком».

Новая управленческая команда

В течение 2002 года был значительно изменен состав руководства ОАО «Ростелеком», сформированы управленческие команды филиалов. Назначенные руководители Компании являлись профессиональными менеджерами, имеющими успешный опыт работы в российских и западных коммерческих компаниях телекоммуникационного сектора.

Цель новой управленческой команды ОАО «Ростелеком» – укрепить конкурентные позиции Компании на рынке связи России путем создания эффективного клиентоориентированного бизнеса и максимизировать стоимость Компании для наших акционеров и инвесторов. Высокий профессионализм руководства Компании подтвержден результатами очередного рейтинга наиболее успешных лидеров бизнеса России, подготовленного Ассоциацией менеджеров и Издательским домом «Коммерсантъ» и подтвержденного экспертизой Deloitte & Touche. Генеральный директор ОАО «Ростелеком» Сергей Иванович Кузнецов занял восьмое место в рейтинге «100 самых профессиональных менеджеров России», а также второе место среди отраслевых лидеров в номинации «Связь». Управленческая команда ОАО «Ростелеком» заняла

шестое место в рейтинге «100 самых профессиональных управленческих команд России» и второе место среди лучших управленческих команд сектора телекоммуникаций.

Оптимизация основной деятельности и повышение эффективности компании

Основным направлением работы ОАО «Ростелеком» в последние годы являлась реализация концепции по оптимизации вложений в дочерние компании, включающей в себя избавление от непрофильных активов и концентрацию стоимости в ОАО «Ростелеком». С целью усиления контроля над финансовыми потоками в течение 2002 года были пересмотрены все соглашения с дочерними компаниями, а также сокращено их число.

Одним из примеров сделки по отчуждению непрофильных активов является продажа Обществом акций, составляющих 23,5% уставного капитала ОАО «Московская Сотовая Связь», - оператора, предоставляющего услуги сотовой связи. Сумма сделки составила 5,45 млн. долларов США. В начале 2003 года также были проданы акции, составляющие 0,34% уставного капитала ЗАО «РТК-Инвест» на общую сумму 805 000 рублей.

Наиболее крупной сделкой 2002 и 2003 года стали продажи 50-процентной доли ОАО «Ростелеком» в компании «Совинтел» телекоммуникационному холдингу «Голден Телеком» и 27,06% обыкновенных акций ОАО «РТК-Лизинг», принадлежавших ОАО «Ростелеком», и 3,02%, принадлежавших пенсионному фонду «Ростелеком-Гарантия» банку ЗАО «Райффайзенбанк Австрия», действующему в качестве брокера. По условиям сделки Общество получило 790 млн. рублей, а также реструктурировало задолженность ОАО «Ростелеком» перед «РТК-Лизинг» и внесло изменения в договоры финансовой аренды между компаниями.

Вместе с тем в процессе реорганизации ОАО «Ростелеком» осуществляло присоединение стратегически важных активов и компаний. В октябре 2002 года Компания завершила сделку по выкупу 50% акций ЗАО «Вестелком» у холдинга RTDC, увеличив свою долю до 100%. В результате Компания получила полный контроль над рядом стратегически важных активов, включая международные коммутационные центры в Москве и Санкт-Петербурге и участие в международных кабельных системах. Данные активы исторически являлись неотъемлемой частью международной сети связи ОАО «Ростелеком». До сделки Компания была вынуждена платить ЗАО «Вестелком» за их использование. Приобретение полного контроля позволило снизить себестоимость

пропуска международного трафика для Компании и, соответственно, укрепить ее конкурентные позиции.

Кроме того, Компания приняла участие в дополнительной эмиссии акций ОАО «РТКомм.РУ», увеличив свою долю в интернет-операторе с 25% до 31%. Сумма сделки составила эквивалент 400 тыс. долларов США. ОАО «РТКомм.РУ» является одним из крупнейших игроков на высокодоходном и быстрорастущем сегменте рынка, предоставляя услуги доступа к магистральной сети Интернет. В настоящее время доля компании на рынке составляет 30%. ОАО «Ростелеком» владеет 31% в «РТКомм.РУ» напрямую, к тому же через свою дочернюю компанию «РТК-Лизинг» – еще 49,8%. Таким образом, Компания консолидирует финансовую отчетность «РТКомм.РУ». Позитивный эффект на доходы ОАО «Ростелеком» за 2002 год от консолидации интернет-компании составил 23 млн. долларов США.

Помимо управления бизнес-портфелем ОАО «Ростелеком» в рамках программы реструктуризации осуществлялись внедрение и совершенствование бизнес-процессов в Компании. В частности была внедрена единая учетная политика, разработана и внедрена единая система бюджетирования.

С целью последовательной оптимизации системы управления Компанией в 2002 году был запущен проект внедрения интегрированной системы управления предприятием (ERP system). Главной целью внедрения ИСУП является создание в ОАО «Ростелеком» единой информационной системы, объединяющей Генеральную дирекцию и филиалы и обеспечивающей оперативный доступ к непротиворечивой информации, необходимой для эффективного управления Компанией.

За последние годы совместными усилиями нескольких подразделений Компании была проделана работа по разработке методологии автоматизации бизнес-процессов по финансовому, бухгалтерскому, аналитическому и налоговому учету, развертыванию модулей системы, вводу в эксплуатацию в Генеральной дирекции и ряде филиалов Компании. В планах Компании стоит задача полномасштабного запуска систем в эксплуатацию, интеграция их между собой и с уже существующими системами, создание единого информационного пространства, охватывающего все подразделения и филиалы Компании.

В течение 2002 года ОАО «Ростелеком» проводил работы по внедрению отдельного учета расходов по видам услуг на основе «Методических рекомендаций по расчету экономически обоснованных затрат и нормативной прибыли на регулируемые услуги связи», разработанных компанией McKinsey & Co.

В ходе работ по внедрению раздельного учета были выявлены и устранены неточности в отражении затрат, налажено взаимодействие между всеми подразделениями ОАО «Ростелеком», ответственными за учет затрат. Раздельный учет затрат помог выявить услуги, являющиеся убыточными для Компании: в основном это услуги, тарифы на которые регулируются государством. Кроме того, раздельный учет позволил обосновать необходимость оптимизации тарифов на ряд нерегулируемых услуг, например на услуги предоставления каналов в пользование.

Полученные данные позволяют не только определить направления дальнейшего совершенствования тарифной политики, но и сопоставить затраты отдельных подразделений ОАО «Ростелеком» на обслуживание однотипного оборудования, что, в свою очередь, позволит в дальнейшем оптимизировать затраты Компании. Внедрение раздельного учета является первым этапом работ по расчету экономически обоснованных затрат и нормативной прибыли на услуги связи. На следующем этапе предстоит работа с регулирующими органами по согласованию тарифов, соответствующих экономически обоснованным затратам и требуемому возврату на капитал.

Для повышения эффективности деятельности ОАО «Ростелеком» решило осуществлять работу по оптимизации внешней задолженности. Ряд кредитов Компания погасила досрочно, в том числе кредиты компаний Siemens, Merrill Lynch и «Телеком Италия» на общую сумму около 80 млн долларов США. При этом экономия на уплате процентов при досрочном погашении составила более 6 млн. долларов США. Также в первой половине 2002 года в соответствии с графиком был полностью погашен кредит Внешторгбанка России.

В результате неконсолидированная задолженность Компании по кредитам и займам снизилась с 227,7 млн долларов США на конец 2001 года до 142,1 млн. долларов США на конец 2002 года.

Крупнейшим обязательством ОАО «Ростелеком» сегодня является задолженность перед Министерством финансов РФ, деноминированная в японских йенах и составляющая эквивалент приблизительно 120 млн. долларов США, включая штрафы и пени. В мае 2003 года Компания направила в Министерство финансов РФ заявление о погашении задолженности перед федеральным бюджетом в соответствии с Постановлением Правительства РФ № 221 от 16 апреля 2003 года «Об утверждении Правил погашения задолженности перед федеральным бюджетом, выраженной в иностранной валюте, государственными ценными бумагами и правами требований по обязательствам РФ, составляющим государственный внешний долг РФ».

Консолидированная задолженность Компании на конец 2002 года составила 263,8 млн долларов США по сравнению с 259,5 млн. долларов США на конец 2001 года, что обусловлено консолидацией задолженности дочерней лизинговой компании ОАО «РТК-Лизинг». ОАО «Ростелеком» пересмотрело принципы взаимодействия с ОАО «РТК-Лизинг», вследствие чего дочерняя компания начала более активно развивать бизнес и привлекать внешних клиентов. Сегодня основные клиенты ОАО «РТК-Лизинг» – региональные операторы ОАО «Связьинвест» и другие компании российского телекоммуникационного сектора. Такая политика была позитивно отмечена общественностью и рынком, и, согласно рейтингу журнала «Эксперт», опубликованному в декабре 2002 года, ОАО «РТК-Лизинг» заняло первое место среди крупнейших рыночно-ориентированных лизинговых компаний России.

Для оптимизации затрат Компаний был осуществлен вывод из эксплуатации аналоговых линий и освобождение от иных низкорентабельных активов. Приоритетной задачей ОАО «Ростелеком» в настоящее время является оптимизация структуры активов Компании с целью сохранения только эффективных высокорентабельных активов.

Так, в 2003 году Компания планировала вывести из эксплуатации аналоговые линии связи общей протяженностью более 22 тысяч километров, что позволит значительно снизить эксплуатационные затраты и сократить численность обслуживающего персонала.

Обеспечение диалога с инвестиционным сообществом, IR

ОАО «Ростелеком» стало уделять значительное внимание работе с акционерами и инвесторами, обеспечению высоких стандартов раскрытия информации. В качестве основной цели программы IR Компании было заявлено поддержание постоянного диалога с инвестиционным сообществом.

В 2002 году был сформирован стандартный пакет раскрываемой информации, который как из обязательной к раскрытию информации в соответствии с применимым законодательством и требованиями регулирующих органов России и США, так и из любых интересных и важных для инвестиционного сообщества новостей. На сегодняшний день пакет раскрываемой ОАО «Ростелеком» информации включает в себя:

- отчеты по финансовым и производственным результатам кварталов и года, как по российским стандартам бухгалтерского учета; РСБУ, так и по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО);
- ежеквартальные отчеты эмитента ценных бумаг, направляемые в ФКЦБ и на биржи;

- годовой отчет по форме 20-Ф и регулярные отчеты по форме 6-К, направляемые в Комиссию по ценным бумагам и биржам США и на Нью-Йоркскую фондовую биржу;
- публичный годовой отчет Компании;
- презентации для инвесторов и аналитиков;
- пресс-релизы по ключевым событиям, способным повлиять на принятие инвестиционных решений.

Для обеспечения возможности инвесторам лично встретиться с ключевыми представителями менеджмента Компания принимала активное участие в конференциях «один на один», организованных крупнейшими инвестиционными банками в Москве, Великобритании и США, участвовал в симпозиуме Гарвардского университета «Новые возможности инвестиций в Россию» в Бостоне, проводил встречи с инвесторами в рамках роудшоу в Европе, Великобритании и США.

В 2002 году Компания впервые начала проводить ежеквартальные конференц-звонки по финансовым результатам Компании. В 2003 году осуществлялось сопровождение конференц-звонков трансляцией презентации на корпоративном сайте ОАО «Ростелеком».

Важно отметить, что в 2002 году был создан специальный раздел корпоративного сайта ОАО «Ростелеком» – Центр инвестора и акционера, который вы можете посетить на www.rt.ru/icenter/. Здесь можно найти информацию об ОАО «Ростелеком», включая финансовую отчетность Компании, текущие котировки акций, информацию о корпоративном управлении, акционерном капитале, собраниях акционеров, дивидендной политике. Работа над совершенствованием Центра инвестора и акционера продолжилась в 2003 году – главная задача сделать его максимально удобным источником информации для инвесторов.

§2. Анализ по созданию акционерной стоимости ОАО «Ростелеком»

Основой оценки стоимости ОАО «Ростелеком» является создание финансовой модели, отражающей изменение показателей выручки и денежного потоков, которая конструируется на базе показателей трафика. Данная модель может выглядеть следующим образом:

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| Междугородный трафик | | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | | |
| Абоненты | | | | | |

| | | | | |
|----------------------------------|--|--|--|--|
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| Российские операторы | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | |
| Эфф. Тариф | | | | |
| Региональные операторы | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | |
| Эфф. Тариф | | | | |
| Альтернативные операторы | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | |
| Эфф. Тариф | | | | |
| Исходящий международный трафик | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | |
| Платежи МН операторам, млн. руб. | | | | |
| Абоненты | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | |
| Эфф. Тариф | | | | |
| Российские операторы | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | |
| Эфф. Тариф | | | | |
| Региональные операторы | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | |
| Эфф. Тариф | | | | |
| Альтернативные операторы | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | |
| Эфф. Тариф | | | | |
| Международные операторы | | | | |
| Трафик, млн. мин. | | | | |
| Доходы, млн. руб. | | | | |
| Эфф. Тариф | | | | |

Такое деление доходов от операционной деятельности позволяет четко определить группу, за счет которой создается большая часть выручки, и с достаточно высокой степенью вероятности прогнозировать будущие денежные потоки акционерам.

Необходимым элементом расчета приведенной стоимости денежных потоков является вычисление ставки средневзвешенных затрат на капитал. В связи с этим аналитиками разрабатываются таблицы, оценивающие затраты на обслуживание долга, требуемую норму доходности и уровень риска компании.

Данный расчет производится на основе информации фондовых рынков, включающей динамику бездисковой ставки, уровней рыночной доходности (как правило, основывается на одном из индексов рынков ценных бумаг), доходности по долговым инструментам, по акциям компаний. Такой анализ использует в качестве входных данных статистическую информацию и методами аппроксимации вычисляется доходность, требуемую собственниками компании.

Figure 5. WACC Assumptions, %

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| WACC | 13.7 | 13.8 | 13.8 | 13.8 | 13.8 | 13.7 | 13.7 | 13.8 | 13.7 |
| Cost of equity | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 14.4 |
| Risk free rate | 9.3 | 9.3 | 9.3 | 9.3 | 9.3 | 9.3 | 9.3 | 9.3 | 9.3 |
| Risk premium | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| Beta | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 1.02 |
| Cost of debt lever'd | 12.5 | 12.5 | 12.5 | 12.5 | 12.5 | 12.5 | 12.5 | 12.5 | 12.5 |
| Cost of debt | 10.1 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | 10.1 |
| Tax rate | -24 | -24 | -24 | -24 | -24 | -24 | -24 | -24 | -24 |
| % Equity | 65 | 68 | 67 | 67 | 66 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| % Debt | 35 | 32 | 33 | 33 | 34 | 35 | 35 | 35 | 35 |

Источник: Alfa Bank estimates

| | | | |
|-----------------------------------|--------------|---|-------------|
| Cost of equity calculation | | Predicted beta calculation | |
| Long term risk free rate | 6.5% | 1-year avg MV of free float | Predicted |
| Russian country risk premium | 4% | | |
| Russian risk free rate | 10.5% | (com. + pref.), \$mn | beta |
| Standard equity premium | 3.5% | > 500 | 1 |
| Excess RTS volatility | 1.20 | 250 - 500 | 1.25 |
| Russian equity market premium | 4.2% | 100 - 250 | 1.5 |
| Forecast beta | 1.25 | 50 - 100 | 1.75 |
| Levered forecast beta | 1.4 | < 50 | 2 |
| Cost of equity | 16.2% | | |
| WACC calculation | | Capital structure, as of 12 Dec 2002 | |
| Gross debt as % of capitalization | 8.0% | Gross debt, \$mn | 89.9 |
| Cost of debt | 10.0% | MV of common, \$mn | 852.6 |
| Equity as % of capitalization | 92.0% | MV of preferred, \$mn | 177.8 |
| Cost of equity | 16.2% | Total MV of equity, \$mn | 1,030.3 |
| WACC | 15.7% | Total capitalization, \$mn | 1,120.24 |

Источник: Aton estimates

| | Rec | — Prices, \$ — | | | — Upside to... — | | — Components of risk — | | | | — Required & implied ROE — | | | Req WACC |
|-------------------|------------|----------------|--------------|--------------|------------------|----------------------|------------------------|------------------|----------------|-------------|----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| | | Current | Fair | 12mo target | ... fair price | ...12mo target price | Standard equity | Dividend control | Value transfer | Liquidity | Required | Implied | Diff, bp | |
| Gazprom ADS | HOLD | 10.900 | 10.049 | 12.648 | -7.8% | 16.0% | 7.5% | 2.8% | 4.0% | 0.5% | 25.9% | 24.6% | -124 | 19.0% |
| Gazprom locals | BUY | 0.656 | 0.941 | 1.200 | 43.4% | 82.8% | 7.5% | 2.8% | 3.8% | 2.4% | 27.5% | 40.1% | 1,264 | 19.7% |
| LUKoil | BUY | 15.550 | 17.543 | 21.165 | 12.8% | 36.1% | 5.8% | 1.6% | 2.3% | 0.0% | 20.7% | 23.5% | 285 | 18.9% |
| Surgut | HOLD | 0.339 | 0.292 | 0.359 | -14.0% | 6.0% | 3.2% | 3.2% | 4.8% | 0.9% | 23.2% | 16.8% | -641 | 23.2% |
| Yukos | HOLD | 8.840 | 8.534 | 10.371 | -3.5% | 17.3% | 3.4% | 2.5% | 4.1% | 0.6% | 21.5% | 20.3% | -120 | 21.2% |
| Sibneft | HOLD | 1.877 | 1.873 | 2.301 | -0.2% | 22.6% | 6.3% | 0.0% | 4.8% | 0.7% | 22.8% | 21.6% | -128 | 21.8% |
| Tatneft | SELL | 0.785 | 0.424 | 0.536 | -46.0% | -31.7% | 9.4% | 1.9% | 3.9% | 0.3% | 26.6% | 14.0% | -1,257 | 17.3% |
| Beshneft | BUY | 2.850 | 4.104 | 5.443 | 44.0% | 91.0% | 6.9% | 3.2% | 7.6% | 3.9% | 32.6% | 54.3% | 2,168 | 32.6% |
| Transneft | BUY | 331.000 | 455.32 | 565.38 | 37.6% | 70.8% | 4.8% | 1.5% | 2.7% | 4.1% | 24.2% | 29.4% | 526 | 23.9% |
| UES | BUY | 0.079 | 0.130 | 0.159 | 65.1% | 101.6% | 4.5% | 3.4% | 2.6% | 0.6% | 22.1% | 33.8% | 1,173 | 19.9% |
| Mosenergo | BUY | 0.029 | 0.047 | 0.057 | 61.8% | 96.6% | 4.5% | 3.0% | 1.0% | 1.9% | 21.5% | 32.0% | 1,046 | 19.0% |
| MTS | BUY | 30.750 | 42.605 | 49.391 | 38.6% | 60.6% | 4.4% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 15.9% | 18.9% | 297 | 15.9% |
| Vimpelcom | BUY | 24.850 | 32.581 | 37.861 | 31.1% | 52.4% | 4.7% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 16.2% | 18.6% | 240 | 15.3% |
| Rostelecom | BUY | 1.008 | 2.004 | 2.452 | 98.8% | 143.2% | 4.2% | 3.0% | 3.2% | 0.9% | 22.3% | 42.7% | 2,032 | 20.3% |
| MGTS | BUY | 6.125 | 9.947 | 12.308 | 62.4% | 101.0% | 4.8% | 1.6% | 2.3% | 4.0% | 23.7% | 32.5% | 873 | 21.2% |
| Ural Telecom | BUY | 0.009 | 0.017 | 0.022 | 91.0% | 143.0% | 4.2% | 2.8% | 3.2% | 6.0% | 27.2% | 44.7% | 1,745 | 24.8% |
| Golden Telecom | BUY | 12.700 | 23.504 | 27.453 | 85.1% | 116.2% | 4.2% | 0.0% | 0.6% | 1.0% | 16.8% | 24.7% | 791 | 16.6% |
| Norilsk Nickel | HOLD | 18.400 | 16.828 | 21.171 | -8.5% | 15.1% | 4.4% | 3.4% | 5.5% | 1.6% | 25.8% | 23.0% | -282 | 22.0% |
| Severstal | HOLD | 49.500 | 45.456 | 60.623 | -8.2% | 22.5% | 5.5% | 3.0% | 6.6% | 7.3% | 33.4% | 28.5% | -484 | 31.9% |
| SUN Interbrew | BUY | 5.450 | 6.891 | 8.066 | 26.4% | 48.0% | 3.8% | 0.0% | 0.7% | 1.5% | 17.1% | 23.0% | 597 | 16.1% |
| Belika | BUY | 14.875 | 14.923 | 17.535 | 0.3% | 17.9% | 3.7% | 0.0% | 1.3% | 1.5% | 17.5% | 18.0% | 47 | 17.4% |
| Wimm-Bill-Dann | HOLD | 17.800 | 18.074 | 21.184 | 1.5% | 19.0% | 4.5% | 0.0% | 1.2% | 0.5% | 17.2% | 20.2% | 301 | 16.3% |
| AvtoVAZ | HOLD | 32.625 | 28.131 | 35.737 | -13.8% | 9.5% | 9.5% | 0.0% | 4.3% | 2.2% | 27.0% | 24.2% | -279 | 21.1% |
| GAZ | BUY | 23.500 | 55.246 | 74.368 | 135.1% | 216.5% | 11.8% | 3.0% | 5.4% | 3.3% | 34.6% | 90.9% | 5,625 | 21.3% |
| KamAZ | BUY | 0.290 | 0.350 | 0.472 | 20.8% | 62.8% | 8.0% | 0.0% | 6.2% | 9.5% | 34.8% | 41.4% | 658 | 28.2% |
| Uralmash | HOLD | 4.200 | 6.342 | 7.811 | 51.0% | 86.0% | 4.9% | 2.8% | 2.3% | 2.1% | 23.2% | 32.9% | 969 | 19.8% |

Источник: UFG estimates

Для исследований процесса создания стоимости менеджменту необходимо разработать систему мер, отражающую приращение стоимости компании в течение определенных промежутков времени, и коэффициентов, характеризующих эффективность основной деятельности и формирование бухгалтерских показателей. Впоследствии на основе получаемой информации аналитики компании должны отслеживать приращение акционерной стоимости и динамику производственных показателей и коэффициентов эффективности. Итогом подобной работы должна стать идентификация ключевых факторов стоимости бизнеса и определения потенциала их влияния на капитализацию.

Подобная система оценочных показателей может разрабатываться по следующей форме:

(Все показатели употребляются на английском языке вследствие факта, что большинство из них были разработаны в англоязычных странах и использования некоторых показателей в финансовой отчетности, созданной по стандартам US GAAP и IFRS)

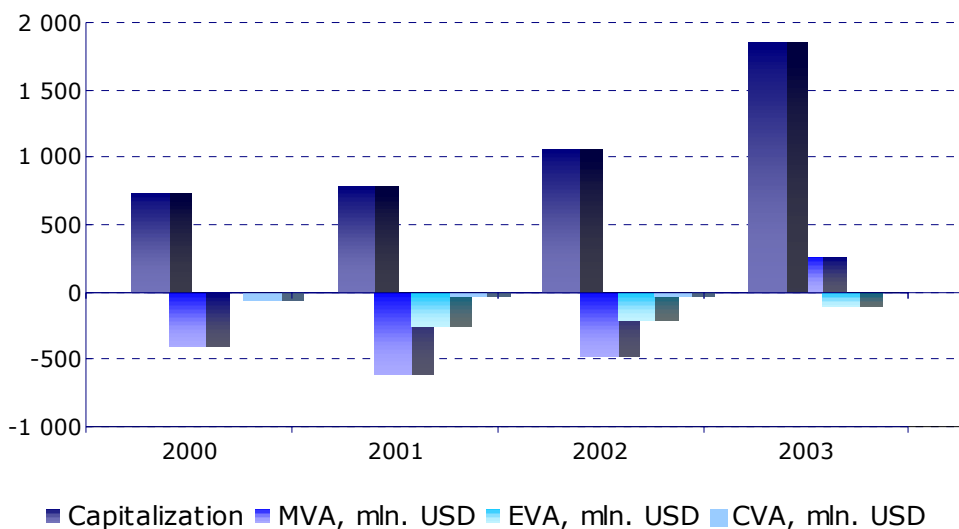
| | 2000* | | 2001* | | 2002* | | 2003* | |
|---|----------------|------|----------------|------|-----------------|------|----------------|------|
| USD | 28,16 | | 30,14 | | 31,78 | | 29,45 | |
| | RTS | NYSE | RTS | NYSE | RTS | NYSE | RTS | NYSE |
| Share price, USD | 0,86 | 0,86 | 0,91 | 0,88 | 1,21 | 1,19 | 2,09 | 2,09 |
| Capitalization, mln. USD | 737 | | 782 | | 1 064 | | 1 851 | |
| Market value of ordinary stock, mln. USD | 627 | | 665 | | 882 | | 1 523 | |
| TSR, % | -59,33% | | 6,88% | | 34,02% | | 74,15% | |
| Share price increase | -60,00% | | 6,10% | | 32,60% | | 72,73% | |
| Dividend yield | 0,67% | | 0,78% | | 1,41% | | 1,43% | |
| Dividends paid, RUR | 0,1634 | | 0,2145 | | 0,5435 | | 0,8781 | |
| MVA, mln. USD | -416 | | -623 | | -479 | | 267 | |
| MV of stock | 737 | | 782 | | 1 064 | | 1 851 | |
| MV of debt | 557 | | 367 | | 405 | | 410 | |
| Invested capital | 1 710 | | 1 772 | | 1 948 | | 1993,7 | |
| PEG | | | 0,70 | | 2,88 | | 1,53 | |
| Growth | | | 0,10 | | 0,20 | | 0,15 | |
| P/E | | | 6,97 | | 57,62 | | 22,97 | |
| EPS | | | 0,131 | | 0,021 | | 0,091 | |
| Earnings, mln. USD | -57,9 | | 128 | | 20 | | 88,1 | |
| P/FCF | 3,52 | | 3,29 | | 5,42 | | 10,77 | |
| FCF | 177,9 | | 202 | | 162,8 | | 141,4 | |
| EBIT, mln. USD | 79 | | 72,6 | | 52,6 | | 121,4 | |
| Depreciation | 179,8 | | 221,7 | | 272,9 | | 269,9 | |
| delta WC | 31,9 | | -32,5 | | -57,8 | | -62,2 | |
| CF investments | -112,8 | | -59,8 | | -104,9 | | -187,7 | |
| EV/EBITDA | 5,00 | | 3,90 | | 4,51 | | 5,78 | |
| MV of stock | 737 | | 782 | | 1 064 | | 1 851 | |
| MV of debt | 557 | | 367 | | 405 | | 410 | |
| EBITDA | 258,8 | | 294,3 | | 325,5 | | 391,3 | |
| EVA, mln. USD | | | -265,24 | | -213,719 | | -112,25 | |
| ROIC | | | 0,5% | | 2,9% | | 8,0% | |
| NOPAT | | | 8 | | 48 | | 130 | |
| IC | 1727,2 | | 1656 | | 1667 | | 1615 | |
| WACC | 17,0% | | 16,5% | | 15,7% | | 15,0% | |
| CFROI, % | 13,16% | | 14,22% | | 13,94% | | 14,79% | |
| Life of assets | 10,21 | | 8,40 | | 7,19 | | 6,94 | |
| Gross cash flow | | | | | | | | |
| EBITDA | 258,8 | | 294,3 | | 325,5 | | 391,3 | |
| Gross cash investments | 1836,2 | | 1861,5 | | 1962,2 | | 1873,5 | |
| Non-depreciating assets | 318,5 | | 403 | | 534 | | 646 | |
| WACC | 17,0% | | 16,5% | | 15,7% | | 15,0% | |
| CVA, mln. USD | -66,41 | | -37,77 | | -29,35 | | -3,38 | |
| CFROI | 13,16% | | 14,22% | | 13,94% | | 14,79% | |
| WACC | 17,0% | | 16,5% | | 15,7% | | 15,0% | |
| IC | 1727,2 | | 1656 | | 1667 | | 1615 | |

*Большинство показателей основано на оценках инвестиционного банка Merrill Lynch

Указанная система показателей обеспечивает компании адекватный анализ создания акционерной стоимости и определения целевых значений капитализации для стратегического планирования деятельности.

Согласно расчету до начала реструктуризации Компании показатели добавленной стоимости снижались, что отражало негативные настроения рынка относительно перспектив ОАО «Ростелеком». С приходом новой управленческой команды цены акций

Компания начали устойчивый рост, в этой связи увеличение капитализации положительно отразилось на показателях MVA, EVA, CVA.



На графике видно, что компания после 2002 года прекратила «разрушать» акционерную стоимость и направила все свои ресурсы в наиболее эффективные вложения. Инвестиционное сообщество положительно оценило заслуги Компании и осуществило переоценку целевых уровней стоимости ее акций.

Заключение

На сегодняшний день российский рынок ценных бумаг находится в стадии формирования, акции многих компаний являются недооцененными по сравнению с их фундаментальной стоимостью. В случае эффективного развития фондового рынка, организации, акции которых котируются на фондовых биржах, при применении правильной политики в области управления стоимостью достигнуть значительного увеличения капитализации сравнимой с мировыми компаниями. В этой связи, хотелось бы отметить, что компаниям, нацеленным на управление акционерной стоимостью, необходимо знать следующее: с чего начинать, какие шаги предпринимать и от чего зависит прочный успех; так как вследствие различий компаний и бизнесов единого пути извлечения стоимости, применимого ко всем организациям, не существует. Следует помнить, что, осуществляя полномасштабную реорганизацию, необходимо сосредоточиться на формировании подразделений, нацеленных на эффективную деятельность, детальном анализе факторов создания стоимости и внедрению управления эффективностью функционирования бизнеса в отдельных подразделениях.

Всякой компании нужно составить свой собственный план преобразований, отвечающий ее специфическим потребностям. Большинству фирм лучше начать с диагностического анализа. В области финансов рекомендуется определить стоимость каждой хозяйственной единицы и составить калькуляцию ее экономической прибыли. Это позволит определить, какое подразделение создает, а какое поглощает стоимость. Метод обратного расчета цены акций, который заключается в том, чтобы привести к текущему моменту ожидания будущего роста и рентабельности инвестиций, заложенные в цену акций, помогает менеджерам увидеть, как рынок воспринимает перспективы компании.

Также важно помнить, что множество методик в области управления стоимостью компании, разработаны с целью постановки проблемы, при этом менеджмент должен быть способен найти оптимальное решение.

В организационном плане руководству необходимо собрать базу данных, отражающих качество функционирования нынешней организационной структуры и действующей системы управления эффективностью. В большинстве случаев компании прибегают с данной целью к опросу сотрудников, работающих на разных уровнях. Выясняется, каким они представляют нынешнее состояние компании на фоне лучших образцов создания стоимости, подобных описанным выше. В дополнение к опросу можно проводить семинары для менеджеров, которые позволят организовать дискуссию о факторах системы создания стоимости.

После окончания первоначальной диагностики, следует оценить приоритеты — обозначить сферы деятельности, требующие особо пристального внимания. Необходимо учесть, что выработка систематического подхода ко всем аспектам извлечения стоимости, который будет оказывать долгосрочное воздействие на деятельность компании, обычно занимает несколько лет.

Факторами успеха во внедрении управления стоимостью являются следующие:

- приверженность взятому курсу со стороны высшего руководства дает понять остальным работникам, что это не просто очередное веяние моды, а серьезное намерение изменить фундаментальные установки и модели поведения в компании.

- активные усилия руководителей подразделений, особенно в сфере анализа факторов создания стоимости, являются крайне необходимыми — как для использования их глубоких познаний, так и для обретения ими чувства неподдельной ответственности за дело.

- связь преобразований с действующими в компании процессами дает уверенность в том, что усилия по созданию стоимости находят отражение в стратегическом планировании, размещении капитала, а также в решениях, определяющих продвижение по службе и вознаграждение работников. В идеале, все серьезные управленческие решения должны приниматься с учетом их влияния на величину стоимости для акционеров.

Прагматический, ориентированный на конкретные действия подход способствует тому, чтобы процесс создания стоимости осуществлялся с подлинным энтузиазмом, а не увязал в бюрократических отписках и проволочках. Хотя все компании, акции которых свободно обращаются на фондовом рынке, неизбежно сталкиваются с необходимостью создания стоимости для акционеров, каждой из них приходится выбирать собственный путь к цели, исходя из своих стартовых позиций и индивидуальных установок. Добившись должного порядка в указанных выше областях, компании могут добиться устойчивого повышения эффективности своей деятельности.

Список литературы

Нормативные акты:

1. Федеральный закон «Об акционерных обществах» №208-ФЗ от 24.11.1995 г. (ред. от 24.02.2004)
2. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22.04.1996 г. (ред. от 28.12.2002)

Монографии и учебная литература:

1. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ./Гл. ред. серии Я.В. Соколов, - М.: Финансы и статистика, 2003. – 800 с.
2. Даулинг Грэм. Репутация фирмы: создание, управление и оценка эффективности: Пер. с англ. – М.: Консалтинговая группа «ИМИДЖ - Контакт»: ИНФРА-М, 2003. – 368 с.
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. – 576 с.
4. Лайм Фэй, Роберт Ранделл (ред.). Курс МВА по стратегическому менеджменту. / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 608 с.
5. Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 264 с.
6. Никонова И.А. Финансирование бизнеса. – Альпина Паблишер, 2003. – 197 с.
7. Предвидение будущего: беседы с финансовыми стратегами: Пер. с англ. / Под ред. Л. Келенира, Д. Свогермана, В. Ферхуга. – М.: ИНФРА-М, 2003. – 229 с.
8. Скотт М. Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 432 с.
9. Уотшем Т. Дж., Паррамоу К. Количественные методы в финансах: Учебное пособие для вузов / Пер. с англ. под ред. М.Р. Ефимовой. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 527 с.
10. Феррис, Кеннет, Пешеро, Барбара, Пети. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении. / Пер. с англ.- М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 256 с.
11. Хелферт Э. Техника финансового анализа, 10-е изд. – Спб.: Питер, 2003. – 640 с.
12. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 1028 с.
13. Эклз Роберт Дж., Герц Роберт Х., Киган Э. Мэри, Филипс Дэйвид М. Х. Революция в корпоративной отчетности: как разговаривать с рынком капитала на языке

стоимости, а не прибыли. / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: «Олимп-Бизнес», 2002. – 400 с.

Периодические издания:

1. Alan C. Shapiro, Theodore Johnson Professor, L.E.K. Consulting. In Defense of Shareholder Value. // Shareholder Value Added, vol. XXII. – pp. 1-7.
2. Alfred Rappaport, L.E.K. Consulting. Excerpts from: Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. // Shareholder Value Added, vol. V. – pp. 1-5.
3. Author's group of L.E.K. Consulting. Identifying and Managing Key Value Drivers. // Shareholder Value Added, vol. I. – pp. 1-5.
4. David N. Fuller, Value Creation: Theory and Practise. // Value Incorporated, www.valueinc.com, 2001.
5. David Rhoads, Robert Roath, L.E.K. Consulting. Managing for Superior Total Shareholder Returns. // Shareholder Value Added, Vol. X. – pp. 1-7.
6. G. Bannet Stewart III, Stern Stewart, Thomas E. Zsolt, Hyperion. Managing Shareholder Value. // www.CFOProject.com
7. James A. Singer, Davin L. Millar, Stern Stewart Research. Value-Based management Done Right: The EVA Implementation at Harsco // EVALuation, vol. 5, i. 1., April 2003. – pp. 1-8.
8. John Condon, Jamie Goldstein. Value based management – the only way to manage for value. // Accountancy Ireland, October 1998. – pp. 10-12.
9. Justin Pettit, Stern Stewart Research. EVA & Strategy II: Portfolio Management. // EVALuation, vol. 3, i. 2, February 2001. – pp. 1-8.
10. Kevin P. Coyne and Jonathan W. Witter, McKinsey. What makes your stock price go up and down. // The McKinsey Quarterly, № 2, 2002. – pp. 29-39.
11. Mark Joiner, Eric Olsen, Gerry Hansell. New perspectives on value creation: a study of the world's top performers. // The Boston Consulting Group, www.bcg.com., 2001.
12. Mattew R. Morris, Creating Shareholder Value Through Capital Structure Optimization. // Value Incorporated, www.valueinc.com, 2001.
13. Nidhi Chadda, Robert S. McNich and Werner Rehm, McKinsey. All P/Es are not created equal. // McKinsey on Finance, Spring 2004. – pp. 12-15.
14. Olivier Tardy, Anders Fahlander. Creating Value in Mobile Telecom: Beyond ARPU. // The Boston Consulting Group, www.bcg.com., 2003.

15. Peter Smith, L.E.K. Consulting. Shareholder Value Implementation: Turning Promise into Reality. // Shareholder Value Added, vol. XIV. – pp. 1-7.
16. Richard J. Benson-Armer, Richard F. Dobbs, and Paul Todd, McKinsey. Putting value back in value-based management. // McKinsey on Finance, Spring 2004. – pp. 16-20.
17. Savita Subramanian, Richard Bernstein. Quantitative Viewpoint: An Analysis of CFROI. // Merrill Lynch, 27 January, 2003.- pp.1-11.
18. Scott A. Christofferson, Robert S. McNish, and Diane L. Sias, McKinsey. Where mergers go wrong. // McKinsey on Finance, Winter 2004. – pp. 1-6.
19. Геннадий Газин Корпоративное управление в России: реальное конкурентное преимущество // Вестник McKinsey № 1(3) 2003, стр. 7-19.
20. Геннадий Газин, Дмитрий Манаков «Наука поглощений» // Вестник McKinsey № 2(4) 2003, стр. 7-23.
21. Денис Бугров, Метрика эффективности. // Вестник McKinsey № 1(3) 2003, стр. 77-89.
22. Мими Джеймс, Тимоти Коллер. Формирующиеся рынки: особенности оценки компаний // Вестник McKinsey № 1(1) 2002, стр. 7-15.
23. Пол Кумз, Марк Уотсон, Карлос Кампос, Роберто Ньюэлл, Грегори Уилсон. Цена корпоративного управления. // Вестник McKinsey № 1(3) 2003, стр. 21-31.
24. Томас Коупленд, Тимоти Коллер, Джек Мурин, Управление стоимостью компании. // Вестник McKinsey № 1(1) 2002, стр. 83-109.
25. Хью Кортни, Джейн Керкленд, Патрик Вигери, Стратегия в условиях неопределенности. // Вестник McKinsey № 1(1) 2002, стр. 69-81.

Источники глобальной сети интернет:

1. www.bcg.com
2. www.CFOProject.com
3. www.iteam.ru
4. www.lek.com
5. www.mckinsey.com
6. www.ml.com
7. www.pwcglobal.com
8. www.rt.ru
9. www.sternstewart.com
10. www.valueinc.com

Приложения

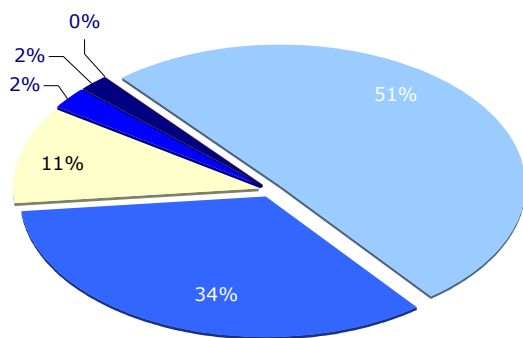
Приложение № 1

Структура акционерного капитала ОАО «Ростелеком» на 31 декабря 2003

| Обыкновенные акции | | |
|-----------------------------------|---|-------|
| Основные группы акционеров | % | |
| ОАО «Связьинвест» | | 50,67 |
| Российские юридические лица | | 11,19 |
| Иностранные юридические лица | | 33,82 |
| Работники ОАО «Ростелеком» | | 2,00 |
| Другие российские физические лица | | 2,28 |
| Иностранные физические лица | | 0,04 |

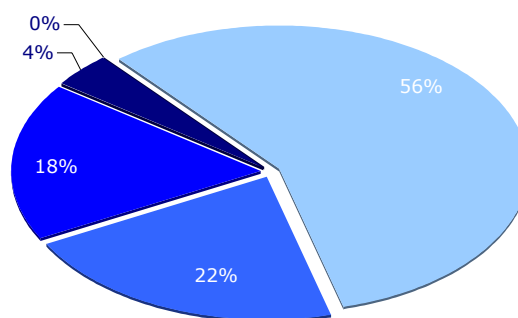
| Привилегированные акции | | |
|-----------------------------------|---|-------|
| Основные группы акционеров | % | |
| Российские юридические лица | | 17,76 |
| Иностранные юридические лица | | 56,95 |
| Работники ОАО «Ростелеком» | | 21,52 |
| Другие российские физические лица | | 3,72 |
| Иностранные физические лица | | 0,05 |

Структура акционерного капитала,
обыкновенные акции



■ ОАО "Связьинвест"
■ Иностранные юридические лица
■ Российские юридические лица
■ Другие российские физические лица
■ Работники ОАО "Ростелеком"
■ Иностранные физические лица

Структура акционерного капитала,
привилегированные акции



■ Иностранные юридические лица
■ Работники ОАО "Ростелеком"
■ Российские юридические лица
■ Другие российские физические лица
■ Иностранные физические лица

Уставный капитал Общества составляет 2.428.819,4725 рублей.

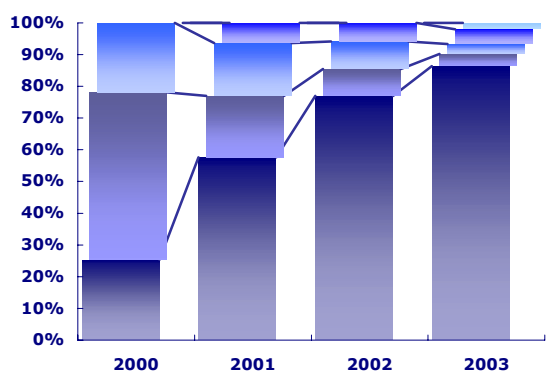
Размещенные и объявленные акции Общества по состоянию на 31 декабря 2003

| Категории (типы) акций | Количество (шт.) | Номинальная стоимость (руб.) |
|----------------------------------|------------------|------------------------------|
| I. Размещенные акции: | | |
| – обыкновенные | 728.696.320 | 0,0025 |
| – привилегированные акции типа А | 242.831.469 | 0,0025 |
| II. Объявленные акции: | | |
| – обыкновенные | 905.330.221 | 0,0025 |
| – привилегированные акции типа А | 531 | 0,0025 |

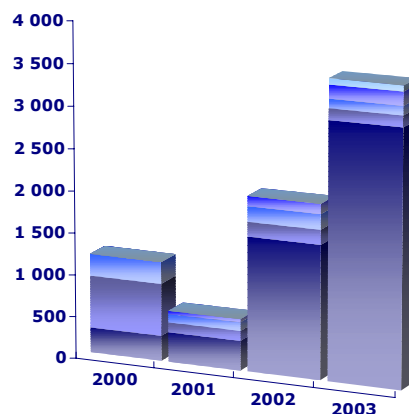
Приложение № 2

Объемы торгов акциями и АДР ОАО «Ростелеком» на крупнейших российских и мировых фондовых биржах

| Торговая система | Тип ценной бумаги | 2002 г. Объем сделок в долл. США | 2003 г. Объем сделок в долл. США |
|--|--|--|--|
| Нью-Йоркская фондовая биржа | АДР | 176.071.671 | 137.101.299 |
| Лондонская фондовая биржа | АДР | 121.822.332 | 163.934.944 |
| Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) | Обыкновенные и привилегированные акции | 1.600.863.466 | 3.062.705.894 |
| Фондовая биржа «Российская торговая система» (РТС) | Обыкновенные и привилегированные акции | 181.228.621 | 109.588.353 |
| Фондовая биржа «Санкт-Петербург» (СПФБ) | Обыкновенные и привилегированные акции | - | 72.079.035 |
| ИТОГО | | 2.079.986.090 | 3.545.409.525 |



- Фондовая биржа "Санкт-Петербург" (СПФБ)
- Лондонская фондовая биржа
- Фондовая биржа "Российская торговая система" (РТС)
- Нью-Йоркская фондовая биржа
- Московская межбанковская биржа (ММВБ)



- Фондовая биржа "Санкт-Петербург" (СПФБ)
- Лондонская фондовая биржа
- Фондовая биржа "Российская торговая система" (РТС)
- Нью-Йоркская фондовая биржа
- Московская межбанковская биржа (ММВБ)

Приложение № 3

Динамика обыкновенных акций ОАО «Ростелеком»



*Цена обыкновенной акции и индекс РТС приведены к 100 б.п. по состоянию на 01.01.03

Приложение № 4

Программа АДР

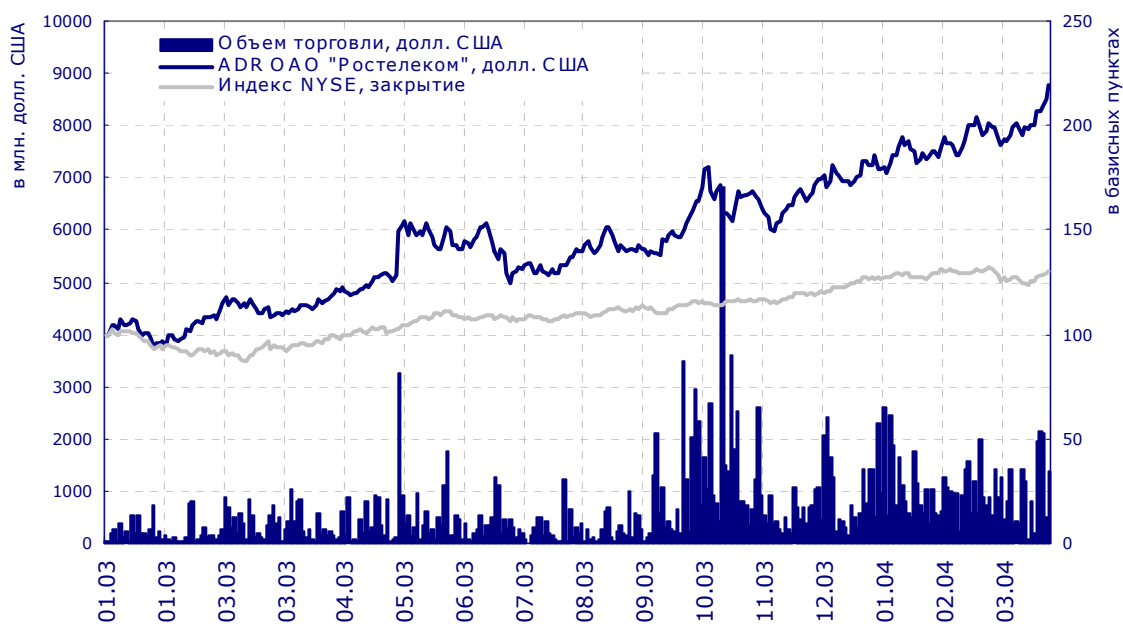
Программа Американских Депозитарных Расписок II уровня на обыкновенные акции ОАО «Ростелеком» была зарегистрирована Комиссией США по ценным бумагам и биржам в феврале 1998 года.

По состоянию на 31 декабря 2003 года 23,5% обыкновенных акций Общества обращались за пределами Российской Федерации в виде АДР. Одна АДР равняется 6 обыкновенным акциям ОАО «Ростелеком». Банком-депозитарием Общества является ДжП Морган Чейз Банк (JPMorgan Chase Bank, 60 Wall Street, 36th Floor, New York, New York 10260, USA), который осуществляет обслуживание программы АДР Общества в соответствии с депозитным соглашением, заключенным между ОАО «Ростелеком», ДжП Морган Чейз Банком и собственниками и бенефициарными владельцами АДР.

Банком-кастодианом Общества по программе АДР является ИНГ Банк (Евразия) ЗАО (ING Bank (Eurasia) ЗАО, Россия, 123022, Москва, ул. Красная Пресня, д.31).

АДР ОАО «Ростелеком» прошли листинг и обращаются на Нью-Йоркской Фондовой Бирже, а также торгуются вне листинга на Лондонской, Франкфуртской и иных зарубежных фондовых биржах.

Динамика Американских депозитарных расписок на обыкновенные акции ОАО «Ростелеком»



*Цена АДР и индекс РТС приведены к 100 б.п. по состоянию на 01.01.03

Приложение № 5

Дивидендная политика

ОАО «Ростелеком» считает, что дивиденды являются важным средством, которое дает акционерам возможность разделить успех компании. Право на получение дивидендов имеют все лица, включенные в реестр акционеров на дату закрытия реестра.

При принятии решения о размере дивидендов Совет директоров учитывает положение Устава ОАО «Ростелеком», согласно которому дивиденды по привилегированным акциям ОАО «Ростелеком» выплачиваются ежегодно в размере 10% от чистой прибыли по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ). В случае если на общем годовом собрании акционеров было принято решение о невыплате дивидендов владельцам привилегированных акций или выплате суммы, составляющей менее 10% от чистой прибыли Компании по РСБУ, владельцы привилегированных акций получают право голоса по всем вопросам повестки дня собрания в следующем году. Кроме того, сумма дивидендов, выплачиваемая Компанией по каждой обыкновенной акции, не может превышать сумму дивидендов, выплачиваемую по каждой привилегированной акции.

