

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Кузнецова Анастасия Александровна

РАЗВИТИЕ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИЙ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Лукаевич Игорь Ярославович,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2021

Оглавление

| | |
|---|-----|
| Введение..... | 4 |
| Глава 1 Теоретические концепции финансового управления стоимостью компании | 12 |
| 1.1 Системный подход к управлению стоимостью компании | 12 |
| 1.2 Исследование факторов, препятствующих успешному внедрению системы финансового управления стоимостью..... | 29 |
| 1.3 Анализ практики применения системы управления стоимостью в российских добывающих компаниях..... | 41 |
| Глава 2 Развитие системы финансового управления стоимостью компании | 55 |
| 2.1 Ключевые элементы системы управления стоимостью компании..... | 55 |
| 2.2 Классификация и методика выбора показателей стоимости..... | 63 |
| 2.3 Модели оценки эффективности управления стоимостью и влияния управленческих решений на стоимость компании..... | 76 |
| Глава 3 Система управления стоимостью добывающей компании..... | 89 |
| 3.1 Методика внедрения системы управления стоимостью | 89 |
| 3.2 Управление стоимостью добывающих компаний на основе системы стоимостных показателей | 96 |
| Заключение | 108 |
| Список сокращений и условных обозначений..... | 112 |
| Список литературы | 114 |
| Список иллюстративного материала..... | 130 |
| Приложение А Финансовые показатели анализируемых добывающих компаний | 134 |
| Приложение Б Расчеты для модели учета финансовых рисков на примере нефтедобывающих компаний | 135 |
| Приложение В Расчет денежных потоков анализируемых компаний | 136 |
| Приложение Г Финансовые сводки анализируемых компаний..... | 139 |
| Приложение Д Структура регламента управления стоимостью..... | 143 |
| Приложение Е Шаблон отчета краткого по контролю достижения стратегических целей компании..... | 144 |
| Приложение Ж Схема методического обеспечения системы управления стоимостью | 145 |

| | |
|--|-----|
| Приложение И Описание функций участников системы управления стоимостью | 146 |
| Приложение К Расчет показателей по компаниям-аналогам | 147 |
| Приложение Л Этапы реализации механизма управления стоимостью компании | 149 |
| Приложение М Макет для расчета рейтинговой системы в рамках управления стоимостью добывающей компании для учета финансовых рисков..... | 150 |
| Приложение Н Макет для расчета рейтинговой системы в рамках управления стоимостью добывающей компании для учета нефинансовых рисков..... | 152 |
| Приложение П Макет для расчета системы показателей в рамках методического обеспечения системы управления стоимостью | 154 |
| Приложение Р Макроэкономические предпосылки, учтенные при моделировании денежных потоков анализируемых компаний | 156 |
| Приложение С Обзор российского рынка угольной добычи | 159 |

Введение

Актуальность темы исследования. Современная среда функционирования бизнеса отличается высокой динамичностью и сложностью. Эти условия деятельности компаний определяют необходимость развития и трансформации существующих подходов к финансовому управлению и его ориентации на достижение долгосрочных стратегических целей, таких, как максимизация стоимости бизнеса. При этом достижение данной стратегической цели возможно только при наличии эффективной системы управления стоимостью и непрерывного развития ее элементов. Концепция управления на основе стоимости с философией повышения благосостояния владельцев компании и других заинтересованных сторон путем создания для них дополнительных ценностей достаточно широко используется в большинстве развитых стран.

Одним из ключевых факторов успеха компании, стремящейся к росту стоимости, является наличие комплексной системы финансового управления стоимостью, учитывающей специфику ее деятельности. Система финансового управления стоимостью компаний добывающего сектора имеет особо важное значение в связи с тем, что они являются существенной частью экономики России.

Актуальность эффективного управления стоимостью компании непрерывно возрастает ввиду глобализации, значительного усложнения бизнес-среды, появления новых рисков, ускорения научно-технического прогресса и т.п.

Все это приводит к усложнению процессов и системы финансового управления стоимостью компании, которые нуждаются в совершенствовании и адаптации к внешним и внутренним условиям хозяйственной деятельности.

Таким образом, актуальность темы исследования обусловлена необходимостью дальнейшего развития и совершенствования системы

финансового управления стоимостью добывающих компаний с целью достижения ее роста.

Степень разработанности темы исследования. Теоретические вопросы концепции управления стоимостью исследовались в работах таких авторов, как Р. Брейли, С. Майерс, М. Миллер, Ф. Модильяни, М. Дженсен, С. Росс, Ш. Титман, Р. Акофф, Ф. Котлер и другие. Российский опыт управления стоимостью освещен в трудах М.А. Федотовой, Т.В. Тазихиной, С.Н. Мордашова, И.В. Ивашковской, А.Г. Грязновой, В.А. Щербакова, В.И. Бусова, А.В. Гуковой, С.В. Валдайцева и других.

Работы этих и других авторов посвящены различным аспектам оценки стоимости, выявлению влияющих на нее факторов, разработке соответствующих методов и моделей и т.п. Однако многие аспекты эффективного управления стоимостью бизнеса требуют дальнейшей проработки и развития.

В этой связи представляется необходимым дальнейшее развитие системы финансового управления стоимостью и ее ключевых элементов, в том числе адекватных показателей, моделей оценки, рекомендаций по развитию и методик внедрения.

Цель исследования состоит в теоретическом обосновании подходов к развитию системы финансового управления стоимостью компании и ее ключевых элементов, а также в разработке методических и практических рекомендаций для ее реализации в компаниях добывающего сектора.

Для достижения цели диссертационной работы были поставлены следующие задачи:

- 1) раскрыть сущность понятия системы финансового управления стоимостью, выявить и классифицировать ее ключевые элементы;
- 2) классифицировать показатели стоимости добывающей компании и определить их связь с ее стратегическими целями;

3) разработать модель оценки эффективности управления стоимостью добывающей компании, учитывающей финансовые и нефинансовые факторы;

4) предложить модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса; предложить показатель, характеризующий качественный рост стоимости компаний добывающего сектора, с учетом особенности их деятельности и потенциала;

5) предложить стратегическую карту для компании добывающего сектора, целью которой является максимизация стоимости;

6) разработать поэтапную методику внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании; апробировать методический инструментарий управления стоимостью на действующих компаниях добывающего сектора экономики.

Объектом исследования являются компании добывающей отрасли, реализующие принципы стоимостного управления.

Предмет исследования – система финансово-экономических отношений, возникающих в процессе финансового управления стоимостью добывающей компании.

Область исследования. Диссертационное исследование выполнено в соответствии с п. 3.5. «Управление финансами хозяйствующих субъектов: методология, теория, трансформация корпоративного контроля», п. 3.6. «Отраслевые финансы» Паспорта научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

Методология и методы исследования. Теоретическую базу диссертационного исследования представляют ключевые положения концепции управления стоимостью, разработанные российскими и зарубежными учеными. Для решения поставленных в диссертационном исследовании задач были использованы такие методы, как метод экспертной оценки, финансового и статистического анализа, классификации и системного подхода.

Информационную базу исследования составили законодательные и нормативные акты Российской Федерации, труды отечественных и зарубежных ученых, а также периодические издания и материалы конференций, финансовая отчетность российских добывающих компаний.

Научная новизна исследования заключается в развитии теоретических и методических положений финансового управления стоимостью российских добывающих компаний и разработке методического инструментария, направленного на достижения ее роста.

Положения, выносимые на защиту:

1) Раскрыта сущность понятия «система финансового управления стоимостью компании»; выявлены и классифицированы ее ключевые элементы: объекты и субъект, система показателей оценки, модели оценки эффективности управления и оценки влияния управленческих решений на рост стоимости компании, стратегическая карта целей, методика внедрения системы управления стоимостью (с. 12-15).

2) Предложены классификация и методика выбора показателей стоимости по признаку соответствия стратегическим целям добывающей компании, позволяющая решить проблему их разнонаправленности с точки зрения целей и задач управления стоимостью. Выделенные показатели объединены в следующие блоки: показатели прибыльности, показатели стоимости, финансовые и операционные показатели, показатели конкурентных преимуществ, показатели персонала. Каждому показателю стоимости соответствует стратегическая цель, позволяющая осуществить его выбор в зависимости от положений стратегии компании. Реализация запланированных с помощью системы показателей процессов и инициатив, по сути, представляет собой реализацию стратегии максимизации стоимости (с. 63-70).

3) Разработана модель оценки эффективности управления стоимостью добывающей компании, учитывающая финансовые (*себестоимость к выручке, амортизация к совокупным расходам и другие*) и

нефинансовые (уровень износа основных активов, квалификация кадров и другие) факторы. Предлагаемая модель позволяет произвести анализ эффективности управления на основе рейтинговой системы оценки и оценить эффективность управленческой деятельности, направленной на рост стоимости бизнеса (с. 77-81).

4) Предложена модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса. Предлагаемая модель учитывает прирост стоимости от принятия управленческих решений. Разработан индекс устойчивого роста добывающей компании, являющийся комплексным показателем для оценки качественного роста стоимости компаний добывающего сектора и учитывающий основной драйвер их роста – рентабельность продажи одной тонны добытого сырья (с. 81-85).

5) Предложена стратегическая карта целей добывающей компании, направленная на достижение роста стоимости, представляющая собой систему задач, соответствующих выбранной стратегической цели, а также стратегических инициатив – шагов, направленных на достижение цели и позволяющая решать задачи стратегического управления, направленного на максимизацию стоимости бизнеса. Предлагаемая карта является развитием подхода Д. Нортон и Р. Каплана путем добавления к четырем перспективам (финансы, клиенты, процессы, обучение и рост) пятой перспективы – конъюнктура рынка и риски компании (с.55-57).

6) Разработана методика внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании. Предлагаемая методика представляет собой поэтапный план внедрения системы финансового управления стоимостью в компаниях добывающего сектора, целью которого является рост стоимости бизнеса (с. 89-95).

Теоретическая и практическая значимость исследования. Теоретическая значимость диссертационного исследования заключается в раскрытии сущности понятия «система финансового управления стоимостью

компаний», выявлении ее ключевых элементов, предложенной классификации показателей и методик их расчета.

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в разработке модели оценки качества управления стоимостью добывающей компании, учитывающей финансовые и нефинансовые факторы стоимости, модели расчета стоимости бизнеса, учитывающей влияние эффекта от управления факторами стоимости, характерных для добывающей компании, а также предложенного индекса устойчивого роста добывающей компании.

Отдельную практическую значимость имеют стратегическая карта, направленная на достижение роста стоимости бизнеса, методический инструментарий, направленный на максимизацию стоимости добывающих компаний и методика внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании.

Рекомендации об использовании полученных результатов, предложенные в рамках диссертационного исследования разработки будут способствовать повышению эффективности реализации концепции управления стоимостью в добывающих компаниях.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность научных положений, выводов и практических рекомендаций, приведенных в диссертации, обеспечивается корректным использованием в работе нормативно-правовых документов, теоретических положений в области финансов и финансового менеджмента, применением современных методов исследования.

Основные положения и результаты диссертационного исследования, сформированные в диссертации, опубликованы, апробированы в установленном порядке, доложены и получили одобрение на научно-практических конференциях: на XVIII Международной научно-практической конференции «Проблемы экономики, организации и управления в России и мире» (г. Прага, Чешская республика, Чешское научно-исследовательское общество «URAL Intellect s.r.o.», 22 ноября 2018 г.); на IX Международной

научно-практической конференции «Инновационное развитие современной науки» (г. Анапа, Научно-исследовательский центр «Иннова», 10 марта 2019 г.); на XVI Международной научно-практической конференции «Фундаментальные научные исследования» (г. Анапа, Научно-исследовательский центр «Иннова», 16 сентября 2019 г.); на II Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 29 сентября 2020 г.).

Результаты диссертационного исследования используются в деятельности ООО «Александров и Папаскири». В частности, используются методические и практические рекомендации по внедрению системы управления стоимостью.

По материалам исследования проводится расчет стоимостно-ориентированных показателей в целях внутреннего анализа, что позволяет своевременно принимать управленческие решения и оказывать воздействие на финансовое положение компании, проводить анализ внешних и внутренних факторов риска. Компания апробирует внедрение поэтапного механизма управления стоимостью, описанного в диссертации.

Выводы и основные положения диссертации используются специалистами компании ООО «Александров и Папаскири» и способствуют повышению качества управления стоимостью компании.

Материалы диссертации используются в практической деятельности компании ООО «Славянск ЭКО», занимающейся производством нефтепродуктов. В частности, в компании используются классификация показателей стоимости, модель оценки эффективности управления стоимостью, также компания составляет стратегическую карту, предложенную в диссертации.

Компания проводит расчет предложенных в диссертации показателей: индекс устойчивого роста добывающей компании, модель оценки эффективности управления стоимостью, что позволяет своевременно принимать управленческие решения и оказывать воздействие на финансовое

положение компании. Также компания использует методику внедрения механизма финансового управления стоимостью.

Выводы и основные положения диссертации предложенные методики и рекомендации способствуют повышению эффективности управления стоимостью компании и используются специалистами компании ООО «Славянск ЭКО».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения диссертации опубликованы в 6 работах общим объемом 4,2 п.л. (весь объем авторский), в том числе 4 работы авторским объемом 2,8 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации соответствуют цели, задачам и логике исследования. Диссертационное исследование состоит из введения, трех глав, заключения, списка сокращений и условных обозначений, списка литературы, состоящего из 123 источников, списка иллюстративного материала, а также из 15 приложений, текст диссертации изложен на 161 странице, содержит 31 таблицу, 50 рисунков, 16 формул.

Глава 1

Теоретические концепции финансового управления стоимостью компании

1.1 Системный подход к управлению стоимостью компании

Рассматривая суть понятия «стоимость», следует обратиться к классической политэкономии, которая, с одной стороны, трактовала «стоимость» как полезность товара, а с другой – как «овеществленный труд» (А. Смит) [45]. Д. Рикардо поддерживал точку зрения, согласно которой стоимость товара была связана с количеством затраченного труда [41]. Дальнейшее развитие описанного подхода проводилось К. Марксом, У. Джевонсом, А. Маршаллом [16; 36; 37].

На сегодняшний день экономисты, инвесторы, аналитики, оценщики бизнеса применяют термин «стоимость», конкретизируя ее вид: инвестиционная, рыночная, ликвидационная, стоимость замещения и т.д. Понятия различных видов стоимости можно найти в международных и отечественных стандартах оценки.

В настоящее время понятие стоимости лежит в основе многих управленческих концепций и подходов. В частности, повсеместное распространение в России и за рубежом получил подход, в основе которого лежит концепция стоимостного управления бизнесом.

Несмотря на широкое применение концепции стоимостного управления бизнесом, исследование показало отсутствие какого-либо общепризнанного определения понятия «системы финансового управления стоимостью». В связи с этим в работе сделана попытка сформулировать данное понятие с позиции системного подхода.

Экономист-кибернетик Н.П. Федоренко подразумевает под системным подходом к изучению экономических явлений «комплексное изучение экономики как единого целого с позиций системного анализа».

Ключевым понятием системного анализа является понятие системы. Многие экономисты считают, что систему можно представить в виде множества связанных действующих элементов, однако такой подход вызывает спорные вопросы.

Например, касательно связи между элементами: будет ли она постоянной, но слабовыраженной, либо их связь будет случайной. В этой связи при определении понятия системы финансового управления стоимостью компании необходимо опираться на принципы целостности ее элементов и их взаимосвязи.

Под системой финансового управления стоимостью в работе понимается совокупность элементов, обеспечивающих целостный непрерывный процесс управления, направленный на рост стоимости компании и позволяющих оценивать его эффективность с единых методологических позиций.

Целью системы финансового управления стоимостью является долгосрочный рост стоимости для акционеров компании.

Ключевой функцией системы финансового управления стоимостью можно признать обеспечение принятия управленческих решений, направленных на долгосрочный рост стоимости компании.

На входе системы используются информационные ресурсы, которые необходимы субъектам управления для реализации ее функций. На выходе формируются управленческие решения, направленные на рост стоимости бизнеса.

К ключевым элементам системы управления стоимостью относятся: стратегия развития, система показателей оценки, мотивационная схема, модели оценки эффективности управления и оценки влияния управленческих решений на рост стоимости компании, методики внедрения и применения системы управления стоимостью.

На рисунке 1.1 представлены элементы системы финансового управления стоимостью компании.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.1 – Элементы системы финансового управления стоимостью

Основным субъектом системы финансового управления стоимостью являются собственники предприятия.

Их функция состоит в формулировании основных стратегических ориентиров компании в виде установок на целевую долгосрочную модель развития.

Стратегические ориентиры определяют основные направления развития, реализация которых, по мнению собственников, обеспечит повышение стоимости компании.

Система стоимостных показателей является инструментом управления, транслирующим стратегию в совокупность четко поставленных стратегических задач, и позволяет измерить степень их выполнения.

Под механизмом финансового управления стоимостью в данном исследовании понимаются взаимосвязанные элементы системы управления, определяющие алгоритмы принятия решений и способы реализации стратегических задач, связанных с максимизацией стоимости компании.

В таблице 1.1 представлен анализ определений данного термина.

Таблица 1.1 – Анализ определений термина «механизм управления»

| Анализ определений термина «механизм управления» | |
|---|--|
| 1 | 2 |
| Толкование «механизм управления» | Особенности толкования |
| Последовательная реализация действий, базирующихся на основоположных принципов, целевой ориентации и функциональной деятельности с использованием соответствующей ей методов управления и которые направлены на достижение определенной цели [17] | Механизм управления представлен как процесс, последовательное выполнение этапов которого позволяет добиться намеченной цели |
| Совокупность взаимосвязанных объектов и субъектов управления, используемых принципов, методов и функций управления [40] | Механизм управления представляется как структура, каждый из элементов которой имеет свое предназначение и решает определенные задачи |

Продолжение таблицы 1.1

| 1 | 2 |
|---|--|
| Совокупность правил, регламентирующих действия элементов организационной системы, алгоритмов принятия решений и выработки управляющих воздействий по обеспечению процесса управления [32] | Механизм управления представлен, в первую очередь, как способ выработки управленческих решений |

Источник: составлено автором на основе [17, с. 63; 40, с. 323; 32 с. 121-122].

В качестве объекта исследования были выбраны российские промышленные компании, а именно компании нефтяного и угольного сектора.

В угольной и нефтяной отраслях России доминируют крупные угледобывающие и нефтяные холдинги. В 2019 г. топ-10 компаний отрасли обеспечили около 67% национальной добычи. Почти все компании-лидеры по итогам года увеличили добычу.

Продолжающееся улучшение финансово-экономического положения российских угольных компаний в 2019 г. позволило увеличить инвестиции в основной капитал на 20% по сравнению с 2018 г.

Обзор тенденций угольной и нефтяной отрасли представлены в приложении С.

Сегодня существует множество концепций управления стоимостью.

Среди авторов, внесших существенный вклад в их развитие можно выделить А. Рапппорта [102].

Ниже представлены факторы создания стоимости, выделенные данным автором:

- рентабельность компании;
- рост ее продаж;
- размер инвестиций в оборотный капитал;
- капитальные затраты;
- эффективная ставка налога на прибыль;

- стоимость привлекаемого капитала;
- прогнозный период.

По мнению А. Раппапорта, все перечисленные факторы являются драйверами стоимости, на которые в первую очередь должны обращать внимание топ менеджеры компании.

Кроме того, А. Раппапорт выдвинул идею о том, что бухгалтерские данные компании не всегда могут быть подходящими для целей управления стоимостью компании [102].

А. Дамодаран выдвинул в своих трудах следующие факторы создания стоимости:

- рост размера свободных денежных потоков компании;
- темп роста ожидаемых денежных потоков в прогнозном периоде;
- стоимость привлекаемого капитала [78].

На практике выдвигаемые А. Дамодараном факторы создания стоимости не всегда являются универсальными для компаний различной отраслевой принадлежности, однако, по мнению автора, перечисленные А. Дамодараном факторы создания стоимости следует считать основополагающими [78].

Альтернативными концепциями, рассматривающими управление стоимостью компании, являются концепции В. Бивера, Т. Дональдсона, Л. Престона, которые отмечают, что целью компании является прирост пользы для работников, акционеров, и прочих сторон, а их интересы являются одинаково приоритетными, несмотря на то, что их интересы иногда могут существенно конфликтовать друг с другом, в чем и заключается сложность процесса управления стоимостью [100; 101].

Т. Коупленд полагал, что самую важную роль в управлении стоимостью играет глубокое понимание того, какие именно параметры деятельности фактически определяют стоимость бизнеса.

Ключевые факторы стоимости с учетом различных уровней представлены на рисунке 1.2.



Источник: [31].

Рисунок 1.2 – Определение факторов стоимости на разных уровнях по Т. Коупленду

Также Т. Коупленд выделял следующие ключевые факторы внедрения системы управления стоимостью:

- 1) Недвусмысленная и зримая поддержка со стороны высшего руководства.
- 2) Особое внимание — совершенствованию принятия решений, входящих в компетенцию производственного (а не только финансового) персонала.
- 3) Накопление критической массы путем наращивания опыта и навыков повсеместно в компании.
- 4) Интеграция принципов управления стоимостью в процесс планирования.
- 5) Особое внимание — практическим аспектам, а не методологии.
- 6) Анализ стратегических вопросов в тесной увязке с особенностями каждой деловой единицы, а не на основе единообразных или обобщенных принципов.

- 7) Наличие необходимой информации (в частности, балансов деловых единиц, сопоставимых внешних данных и т. д.).
- 8) Единообразные и простые в применении формы отчетности и модели стоимостной оценки, облегчающие работу менеджеров.
- 9) Увязка системы поощрения с созданием стоимости.
- 10) Оценка потребностей в капитале и людских ресурсах на основе стоимости [31].

Известным подходом к определению и управлению стоимостью компании является подход EVA[®], разработанный в 80-х годах.

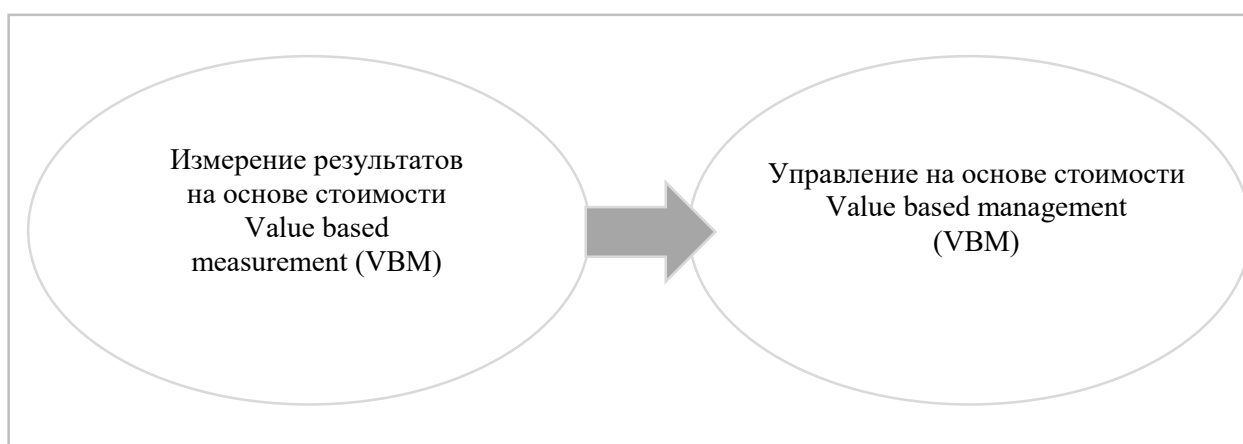
Этот подход зарегистрирован как товарный знак фирмой Stern Stewart&Co и активно ею продвигается.

В западных странах еще с примерно 80-х годов возникла концепция роста стоимости компании, которая получила название Value Based Management (VBM).

В русской интерпретации можно говорить об управлении на основе стоимости, либо об управлении, ориентированном на приращение стоимости. Эти два термина в данной работе рассматриваются как синонимы.

Существует еще одна концепция – Value based measurement, или измерение результатов деятельности компании на основе критерия изменения ее стоимости.

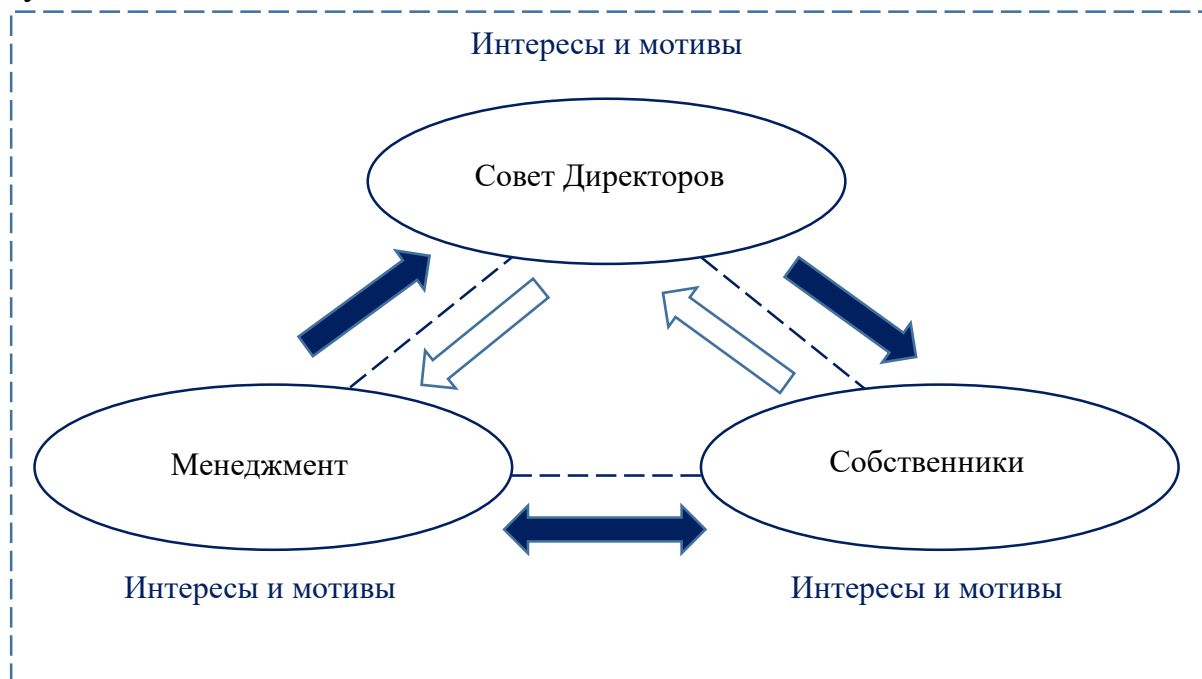
Взаимосвязь данных концепций представлены на рисунке 1.3.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.3 – Грани концепции управления стоимостью

Прежде всего следует подчеркнуть, что эта концепция основана на новой модели бизнеса компании, которая предполагает ориентацию всех управленческих и хозяйственных процессов на задачу роста стоимости бизнеса. Ключевые составляющие процесса создания стоимости представлены ниже на рисунке 1.4.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.4 – Ключевые составляющие процесса создания стоимости

Интересы и мотивы стейкхолдеров VBM представлены ниже на рисунке 1.5.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.5 – Специфика корпорации как объекта изучения: внутренний контроль

Необходимо особо подчеркнуть степень важности соответствия результатов управления ожиданиям инвесторов. По сути, это система коммуникаций с инвесторами, которая будет выстроена в компании, и в данные коммуникации будут вступать и менеджеры, и члены совета директоров. Соответственно взаимодействие с инвесторами должен вестись на «языке» стоимости.

Система мотивации и вознаграждения в концепции VBM должна быть увязана с ростом стоимостью компании с учетом:

- экономической прибыли компании (подразделения);
- персонального вклада сотрудника в рост экономической прибыли;
- программ опционов на акции.

Разработка и оценка эффективности стратегий VBM базируется на следующих процедурах:

- обоснование решений на основе стоимости бизнеса или показателей экономической прибыли;
- выявление возможного изменения в фундаментальной стоимости компании;
- сравнение сценариев развития компании по критериям приращения стоимости;
- оценка эффективности исполнения стратегий на основе экономической прибыли;
- оценка ожиданий инвесторов и управление с учетом ожиданий.

Соответственно, внутри компании должны создаваться специальные управленческие отчеты о том, как создается экономическая прибыль, что происходит с различными факторами стоимости.

К числу компаний, успешно применяющих VBM, можно отнести крупнейшие мировые корпорации, такие, как Starbucks Coffee, Coca-Cola, Walt Disney и др.

В России концепция VBM применяется в таких отраслях, как добыча полезных ископаемых, розничная торговля продажи, банковский сектор.

Среди наиболее популярных моделей управления стоимостью можно выделить:

- модель экономической добавленной стоимости (EVA);
- модель рыночной добавленной стоимости (MVA);
- модель полного дохода для акционеров (TSR);
- модель полного дохода бизнеса (TBR);
- модель денежной добавленной стоимости (CVA).

Модель рыночной добавленной стоимости (EVA) является одной из наиболее популярных моделей. EVA представляет собой прибыль за вычетом расходов на капитал.

Показатели на основе стоимости можно разделить на два вида в зависимости от источников информации. Первый вид показателей берет входные данные с рынка капитала, второй вид – показатели, рассчитываемые внутри компании. К показателям фондового рынка можно отнести рыночную капитализацию, рыночную добавленную стоимость (MVA). К показателям, рассчитанным внутри компании, можно отнести экономическую добавленную стоимость (EVA). Несмотря на относительную простоту расчета EVA, тем не менее, нельзя не отметить такие сложности при ее определении, как, например, некорректный учет инфляции, неправильная периодизация, отсутствие анализа изменения EVA компании по отношению к изменению рыночной добавленной стоимости (MVA) и др.

Капитальные затраты равны инвестированному капиталу компании (также называемому капиталом или использованным капиталом), умноженному на его средневзвешенную стоимость (WACC).

В свою очередь WACC равен сумме взвешенной стоимости каждого компонента капитала – краткосрочного долга, долгосрочного долга и собственного капитала. Текущая стоимость будущих EVA равна NPV компании.

Таким образом, EVA за период должна быть эквивалентна денежным потокам компании.

Прогнозные денежные потоки, однако, имеют важное преимущество перед EVA. Спрогнозированная добавленная стоимость, вытекающая из финансовой модели, не является денежными потоками и не может быть использована, например, для подготовки бюджета денежных поступлений и расходов или определения потребности компании в денежных средствах.

На наш взгляд, показатели денежного потока и экономической прибыли в совокупности гораздо более достоверно отражают процесс создания стоимости компанией.

Классификация показателей стоимости приведена в таблице 1.2.

Таблица 1.2 – Классификация показателей стоимости компании

| Параметр классификации | | Пример показателя |
|--------------------------|--|--|
| 1 | 2 | 3 |
| Абсолютные показатели | Основанные на балансовой стоимости | Остаточная чистая прибыль компании (RI) |
| | | Остаточная операционная прибыль компании (ReOI) |
| | | Экономическая прибыль (EP) |
| | | Денежная добавленная стоимость (упрощенный расчет) (CVA) |
| | Основанные на скорректированной балансовой стоимости | Экономическая добавленная стоимость (EVA) |
| | | Денежная добавленная стоимость (CVA) |
| | Основанные на фундаментальной стоимости | Добавленная фундаментальная стоимость (SVA) |
| | | Добавленная акционерная стоимость (SVA) |
| | Основанные на рыночной стоимости | Рыночная добавленная стоимость (MVA) |
| | | Усовершенствованная экономическая добавленная стоимость (REVA) |

Продолжение таблицы 1.2

| 1 | 2 | 3 |
|--------------------------|---|--|
| Относительные показатели | - | Мультипликатор (рыночная/балансовая стоимость) |
| | | Маржа прибыли |
| | | Общая доходность бизнеса (TBR) |
| | | Акционерная доходность (TSR) |

Источник: составлено автором.

При проведении анализа EVA стоит обращать внимание не только на абсолютный уровень EVA, но и на ее динамику. EVA является драйвером цены акций компании. Если EVA положительна, но ожидается ее снижение, то акции компании, скорее всего, упадут в цене. Если у компании величина EVA отрицательна, но ожидается, что она будет расти, то это сигнал для инвесторов к покупке акций.

Расчет экономической добавленной стоимости представлен в формулах (1.1) и (1.2)

$$EVA = NOPAT - IC \times WACC = (ROIC - WACC) \times IC, \quad (1.1)$$

$$IC = Equity + Interest\ bearing\ Liabilities, \quad (1.2)$$

где NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) – чистая операционная прибыль после налогообложения,

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала,

CE (Capital Employed) – сумма инвестированного капитала, то есть сумма всех активов, которыми управляет предприятие.

Перечислим основные шаги для расчета EVA:

- вычисление NOPAT;
- вычисление суммарного объем инвестированного капитала (IC);
- определение стоимости капитала (WACC);

– вычисление $EVA = NOPAT - WACC\% \times (IC)$.

Как уже было отмечено, в модели EVA целью управления является максимизация стоимости компании за счет непрерывного роста экономической добавленной стоимости. А способом управления стоимостью – управление факторами, влияющими на стоимость компании.

Недостатками модели экономической добавленной стоимости являются: ретроспективный характер показателя, возможность манипулирования показателем, множество необходимых корректировок при расчете, возможные трудности в сопоставлении с результатами других компаний.

Модель добавленной рыночной стоимости (MVA) характеризует разницу между инвестированным в компанию капиталом и рыночной капитализацией компании.

MVA отражает стремление увеличивать стоимость для акционеров. Компании с большей MVA привлекают инвесторов не только из-за большей вероятности принести положительную прибыль, но и потому что это свидетельствует об эффективном менеджменте и устойчивой корпоративной структуре. MVA может недооценивать результаты компании, так как он не учитывает денежные выплаты, такие как дивиденды или обратный выкуп акций.

Рыночная добавленная стоимость рассчитывается по формуле (1.3)

$$MVA = \text{Рыночная капитализация} - \text{Стоимость чистых активов (собственного капитала) по балансу.} \quad (1.3)$$

Модель полного дохода для акционеров (TSR) строится на предположении об оценке компании, основанной на стоимости акций. Оценивается доход акционера следующим образом согласно формуле (1.4)

$$TSR = \frac{\left(\frac{\text{Цена акции на конец периода} - \text{Цена акции на начало периода} + \text{Дивиденды за период}}{\text{Цена акции на начало периода}} \right)}{\text{Цена акции на начало периода}} \quad (1.4)$$

Показатель выражается в процентах. Положительная динамика показателя говорит о создании дополнительной акционерной стоимости. Данный показатель прост в расчете, результат легко сопоставляется с результатами других компаний, однако может быть рассчитан только для публичных компаний, не учитывает волатильность фондового рынка, а также игнорирует временную стоимость денег для выплаченных дивидендов.

Модель совокупной доходности бизнеса (TBR) позволяет давать оценку непубличным компаниям и представляет собой оценку дохода от изменений стоимости капитала и дивидендного дохода и рассчитывается по формуле (1.5)

$$TBR = \frac{\left(\frac{\text{Рыночная стоимость бизнеса на конец периода} - \text{Рыночная стоимость бизнеса на начало периода} + \text{свободные денежные потоки за период}}{\text{Рыночная стоимость бизнеса на конец периода}} \right)}{\text{Рыночная стоимость бизнеса на конец периода}}. \quad (1.5)$$

Модель совокупной доходности бизнеса может быть применена для всех типов компаний, результаты могут быть сопоставлены с другими компаниями, однако для расчета TBR необходимо провести расчет рыночной стоимости компании, что связано с рядом сложностей.

Модель денежной добавленной стоимости (CVA) использует денежный поток от операционной деятельности и включает следующие факторы: инвестиции, операционный денежный поток, срок жизни инвестиции, затраты на капитал.

Данная модель позволяет оперативно отслеживать результаты, результаты модели не находятся в зависимости от учетной политики и стандартов учета, однако не учитывает рыночные ожидания, не решает проблему «агент- принципал».

Одним из ключевых показателей компании является индекс устойчивого роста. Он показывает эффективность текущего управления операциями компании [24; 69; 70]. Расчет индекса устойчивого роста (Sustainable growth index, SGI) представлен ниже в формуле (1.6)

$$SGI = (1 + gs) * \frac{1}{k} * \sum_{i=1}^k \max[0, (ROCE_i - WACC_i)], \quad (1.6)$$

где gs – средний темп прироста продаж,

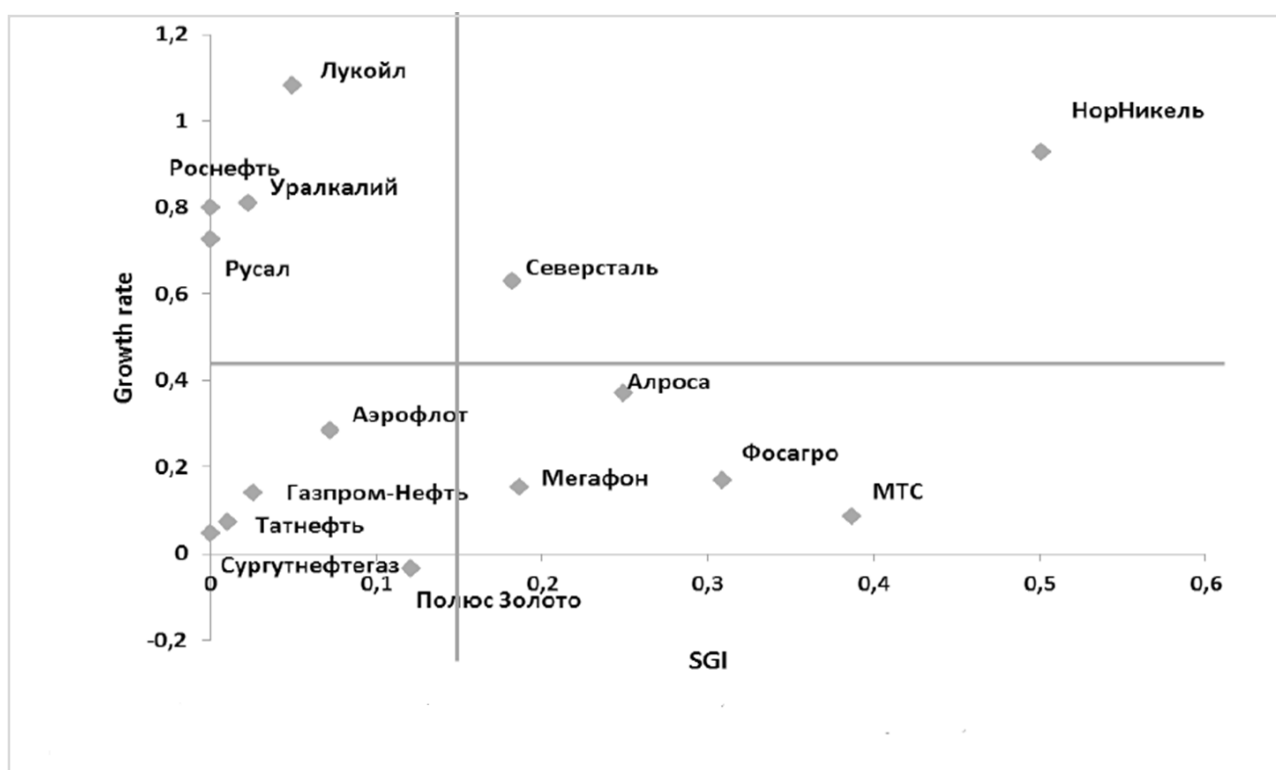
$ROCE_i$ – доходность инвестированного капитала в год I ,

$WACC_i$ – средневзвешенная стоимость затрат на капитал в год I ,

k – количество лет наблюдений,

I – количество лет, в течение которых сред доходности инвестированного капитала положителен.

На рисунке 1.6 представлен индекс устойчивого роста выборки российских компаний, в том числе добывающих за 2011-2019 гг.



Источник: [106].

Рисунок 1.6 – Индекс устойчивого роста выборки российских компаний

На рисунке можно заметить, что разброс значений индекса устойчивого роста существенный.

Адекватная система будет своевременно сигнализировать менеджменту компании о необходимости внесения корректировок в операционную, финансовую и инвестиционную деятельность.

Различные подходы на основе управления стоимостью разрабатывались такими консалтинговыми компаниями, как Stern Stewart & Co, Marakon Associates, McKinsey & Co, PriceWaterhouseCoopers, L.E.K. Консалтинг, HOLT Value Associates и другие.

Различия в подходах известных консалтинговых компаний наблюдается в отношении приоритетов в создании стоимости.

Так, Stern Stewart & Co, Marakon Associates, L.E.K. и HOLT считают ключевым приоритетом создания стоимости стратегию компании.

McKinsey ориентируется на метрики (показатели стоимости) как краеугольный камень системы управления. Подход PwC прежде всего заключается в концентрации на организационной структуре компании.

Сравнение подходов данных консалтинговых компаний приведено в таблице 1.3.

Таблица 1.3 – Сравнение подходов консалтинговых компаний

| Подход | Stern Stewart & Co | Marakon Associates | McKinsey & Co | Price Waterhouse Coopers | L.E.K. Consulting | HOLT Value Associates |
|--|--|--|--|--|--|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| Основы создания стоимости | Стратегия и показатели стоимости | Стратегия | Показатели стоимости | Стратегия | Стратегия и показатели стоимости | Стратегия и показатели стоимости |
| Элементы системы управления стоимостью | Системы с акцентом на измерение результатов, обучение и вознаграждение | Корпоративная культура, структура и системы, сосредоточенные на децентрализованной стратегии развития компании | Корпоративная культура, структура и системы, сосредоточенные на корпоративной стратегии и оценке результатов | Корпоративная культура, структура и системы, сосредоточенные на обеспечении и взаимодействии | Корпоративная культура, структура и системы, сосредоточенные на стратегии и обучении | Системы с акцентом на измерение результатов |

Продолжение таблицы 1.3

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
|-------------------------|---|--|---|--|--|--|
| Стратегическое развитие | Общая стратегия и соответствующая организационная структура | Восходящий процесс Общая структура Оценка стратегий на качественный рост | Принятие решений на всех уровнях. Сосредоточение на оценке стратегий | Стратегическое мышление согласовано с финансовым мышлением | Стратегический анализ на всех уровнях | Обратная связь с рынком капитала |
| Стратегический рост | Рост EVA как главная цель | Качественный рост | Качественный рост | Максимизация стоимости для акционеров | Максимизация акционерной добавленной стоимости | - |
| Показатели стоимости | EVA | Стратегические факторы роста всех бизнес единиц сопоставляются друг с другом | Ключевые показатели стоимости определены отдельно для разных уровней управления | Факторы роста делятся на финансовые и операционные | - | - |
| | MVA EVA | Equity Spread EP | Enterprise DCF EP | CFROI SVA FCF | SVA Change in residual income change in EVA Leading indicators of value | CFROI Accounting-based measures |

Источник: составлено автором.

Все консалтинговые компании подчеркивают влияние управления стоимостью на сотрудничество всех стейкхолдеров. VBM обычно рассматривается как адекватный инструмент побуждения к сотрудничеству и согласованию поведения всех участников бизнеса с интересами акционеров.

1.2 Исследование факторов, препятствующих успешному внедрению системы финансового управления стоимостью

В настоящее время концепция управления стоимостью находит все большее применение в деятельности акционерных компаний, которые являются важнейшей и неотъемлемой частью экономики России.

Исследования показывают, что внедрение концепции управления стоимостью обеспечивает компании следующие преимущества:

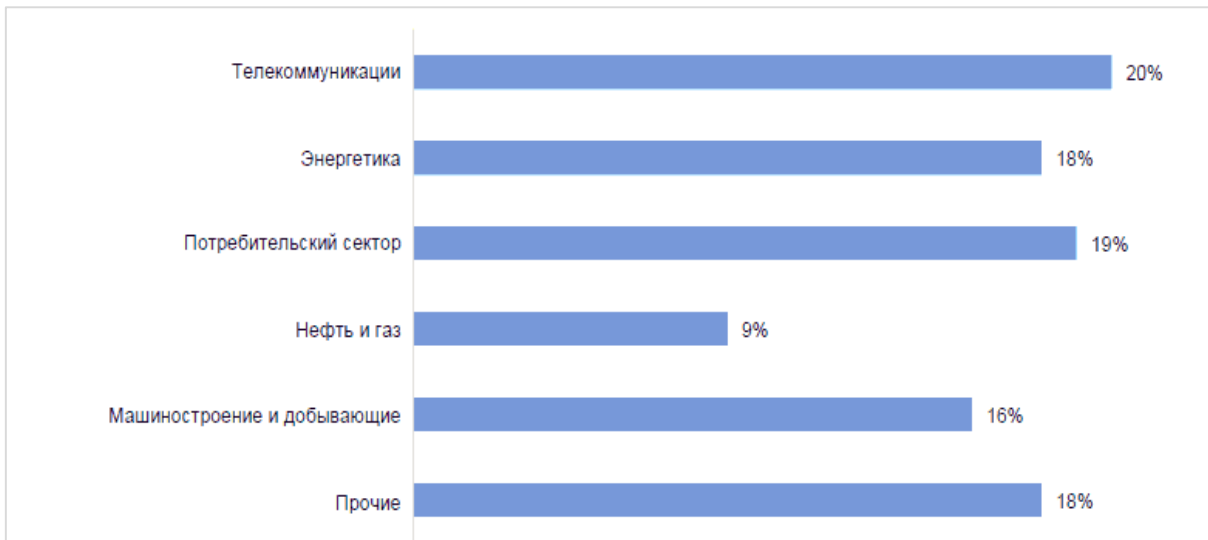
- системность и гибкость инвестиционных решений;
- планирование собственной инвестиционной привлекательности;
- непрерывный контроль за деятельностью компании на рынке капитала и ее рыночной мощью;
- выбор рыночной стратегии для всей компании и стратегический анализ;
- особая устойчивость компании.

Концепция VBM принята на вооружение многими известными российскими компаниями: «Газпром», «Лукойл», «Норильский никель», «МТС», «Мосэнерго», «Сбербанк», «Северсталь», «Сибнефть», «Сургутнефтегаз», «Вымпелком», «Аэрофлот» и других.

В этой связи особую актуальность представляют исследования проблем внедрения систем VBM в хозяйственную практику, проводимые как в научной среде, так и практическими специалистами. Анализ показывает, что подобные исследования охватывают широкий круг вопросов, включающий методы управления, используемые при этом показатели, факторы стоимости, потенциал ее создания, системы мотивации и т.п. Как правило, основным подходом к проведению таких исследований является анкетирование.

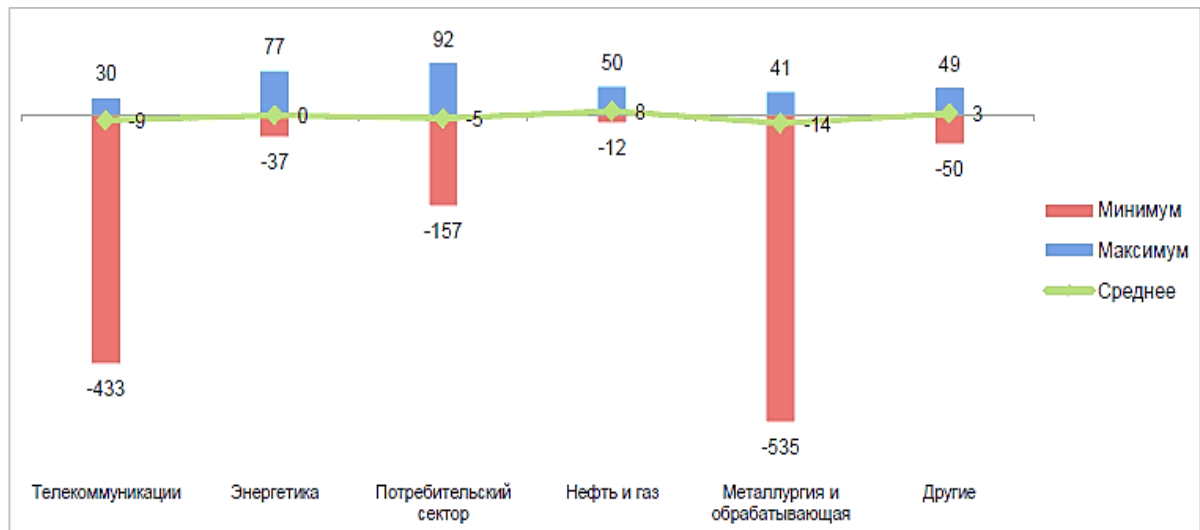
Так анализ 68 крупнейших компаний из наиболее значимых отраслей экономики, занимающих существенную долю в создании ВВП показал, что положительное значение показателей экономической добавленной стоимости демонстрируют только предприятия нефтегазового и энергетического секторов. Компании других отраслей испытывают проблемы в создании дополнительной стоимости [107].

По нашему мнению, объяснение этому заключается в высокой стоимости привлечения капитала, невысоким уровнем его отдачи и производительности труда, а также непрерывно возрастающим уровнем конкуренции на рынке. Структура выборки и распределение экономической прибыли по отраслям представлены на рисунках 1.7-1.8.



Источник: [107].

Рисунок 1.7 – Структура выборки анализируемых компаний



Источник: [107].

Рисунок 1.8 – Распределение экономической прибыли по отраслям

Исследование также выявило, что методы управления стоимостью были использованы только 25% руководителей. Около 50% руководителей частично применяют методы управления стоимостью. При этом большинство руководителей признают, что стоимость компании является ключевым параметром при принятии всех управленческих решений [107].

Инициатива внедрения системы управления стоимостью исходит от высшего руководства и акционеров, а исполнение и реализация осуществляются директорами и прочим персоналом.

Вместе с тем компании, которые использовали принцип стоимостного управления, демонстрировали лучшие финансовые результаты по сравнению с другими [69; 107].

Среди трудностей, с которыми сталкиваются компании, можно выделить:

- сложность в декомпозиции показателей стоимости на операционный уровень;
- перекладывании стратегических целей в плоскость оперативных задач;
- неспособность перевести стратегические цели в плоскость оперативных задач;
- отсутствие необходимой информации в существующих информационных системах;
- слишком большое количество параметров, которые оказывают влияние на стоимость, требуя от менеджмента «жонглировать» всеми одновременно в попытке максимизировать стоимость и др.

К основным факторам, положительно влияющим на создание экономической прибыли и внутренней стоимости компаний выборки, следует отнести:

1) Рентабельность продаж: при росте операционной рентабельности на один п.п. спред доходности собственного капитала возрастает на 0.96 п.п.

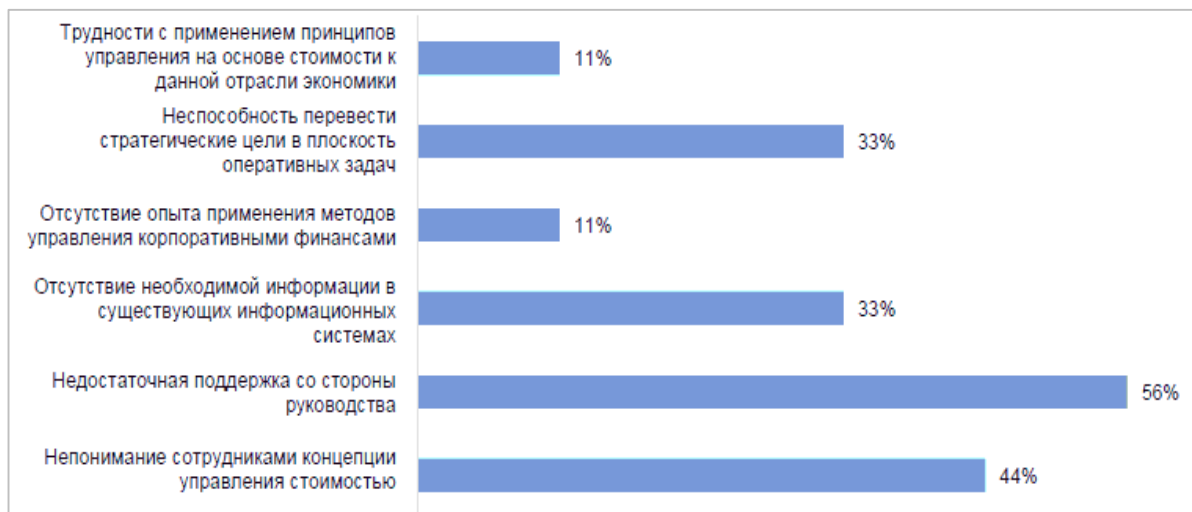
2) Темпы роста: темпы роста выручки компании оказывают положительное влияние на экономическую прибыль: увеличение на 0.12 п.п. приводит к такому же увеличению показателя спреда доходности на собственный капитал.

3) Иностранные инвесторы: наличие в собственности компании доли, принадлежащей иностранным инвесторам, положительно влияет на создание экономической прибыли.

4) Деловой риск: значимость делового риска связана с одной стороны с рискованностью вложений, но с другой стороны с быстрым ростом компаний, что определяет положительное влияние на стоимость.

5) Размер компании: увеличение такого параметра, как размер компании оказывает положительное влияние на экономическую прибыль [107].

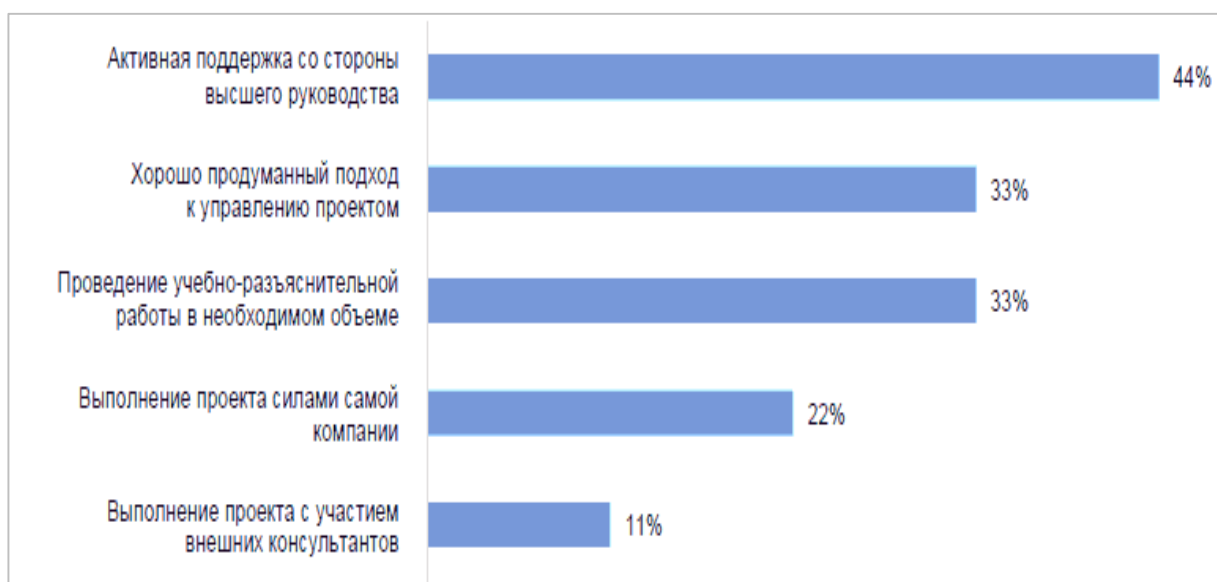
На рисунке 1.9 обобщены основные сложности использования стоимостного управления в анализируемых компаниях.



Источник: [107].

Рисунок 1.9 – Причины неудачи реализации концепции управления стоимостью в анализируемых компаниях

На рисунке 1.10 представлены факторы, положительно влияющие на использование стоимостного управления в анализируемых компаниях.



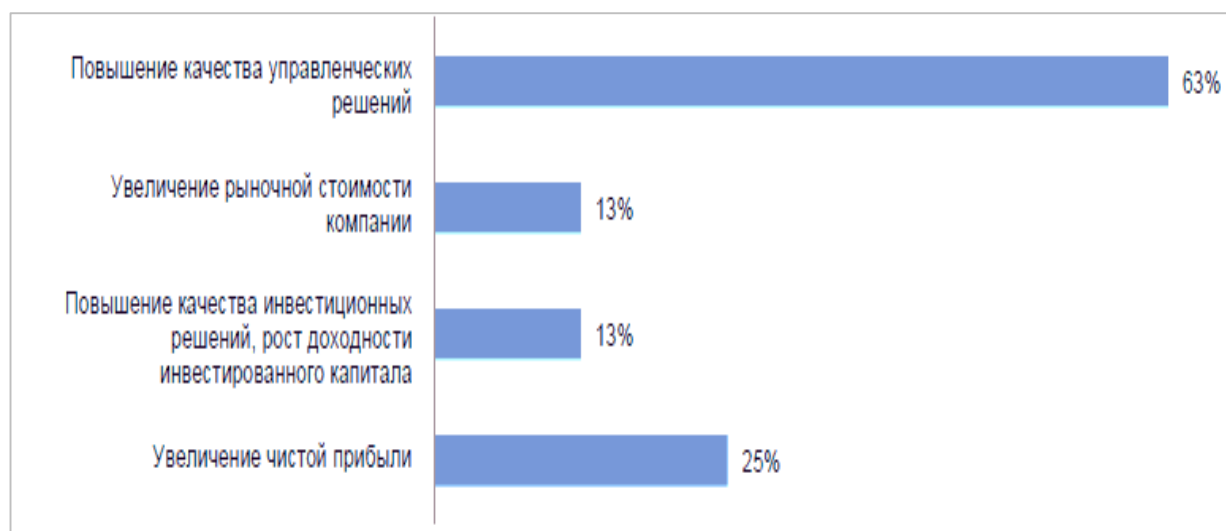
Источник: [107].

Рисунок 1.10 – Факторы успеха применения системы управления стоимостью в анализируемых компаниях

Представители компаний отмечают, что внедрение системы управления стоимостью в основном влияет на повышение качества управленческих решений (63%).

Второй по популярности критерий — увеличение чистой прибыли (25% респондентов), и лишь 13% отметили повышение стоимости компаний [107].

Влияние внедрения системы управления на результаты деятельности выбранных компаний представлено на рисунке 1.11.



Источник: [107].

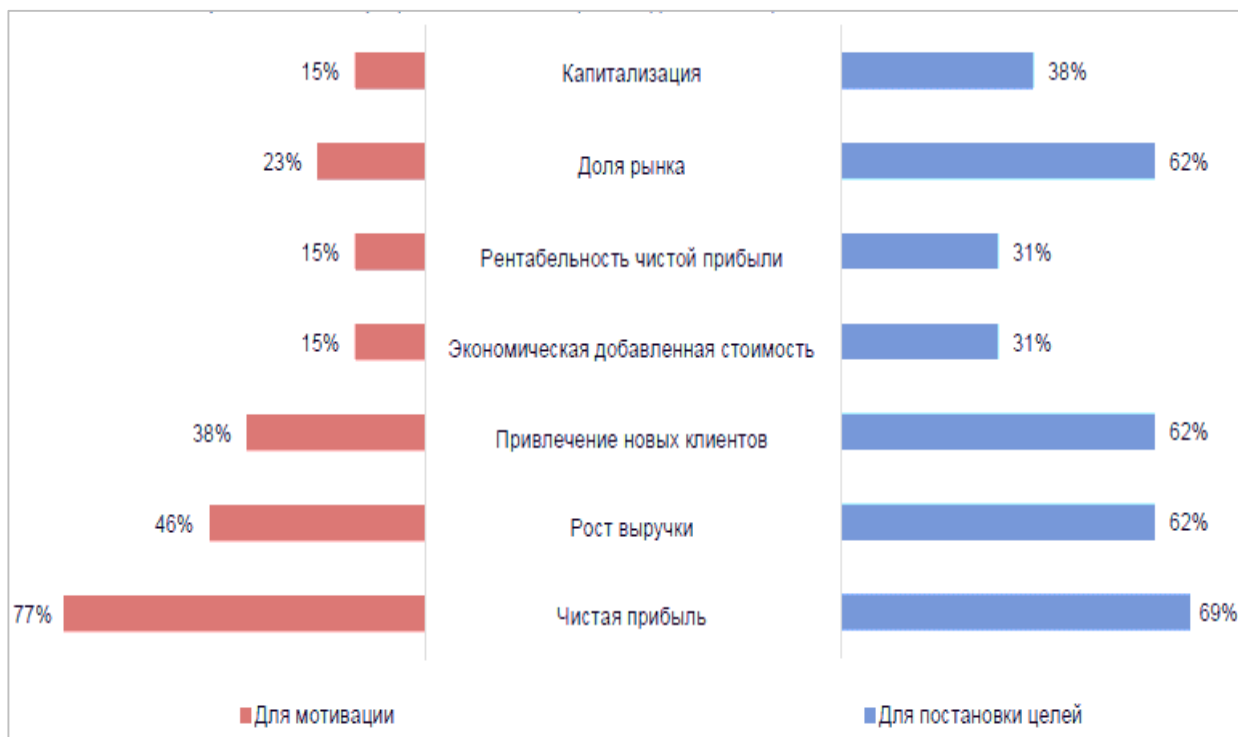
Рисунок 1.11 – Влияние внедрения системы управления стоимостью на результаты деятельности анализируемых компаний

Такие результаты могут быть вызваны тем, что принципы управления стоимостью стали внедряться в российских компаниях относительно недавно, и поэтому эффект от использования этих методов пока невозможно оценить точно.

Ключевым фактором успеха является возможность определить внутренние показатели управления, которые влияют на стоимость.

Измеряемые показатели деятельности позволяют привести цели подразделений в соответствие стратегическим приоритетам компании посредством использования их в системе мотивации.

Показатели, применяемые в процессе постановки целей и для мотивации в анализируемых компаниях представлены на рисунке 1.12.



Источник: [107].

Рисунок 1.12 – Показатели, применяемые в процессе постановки целей и для мотивации

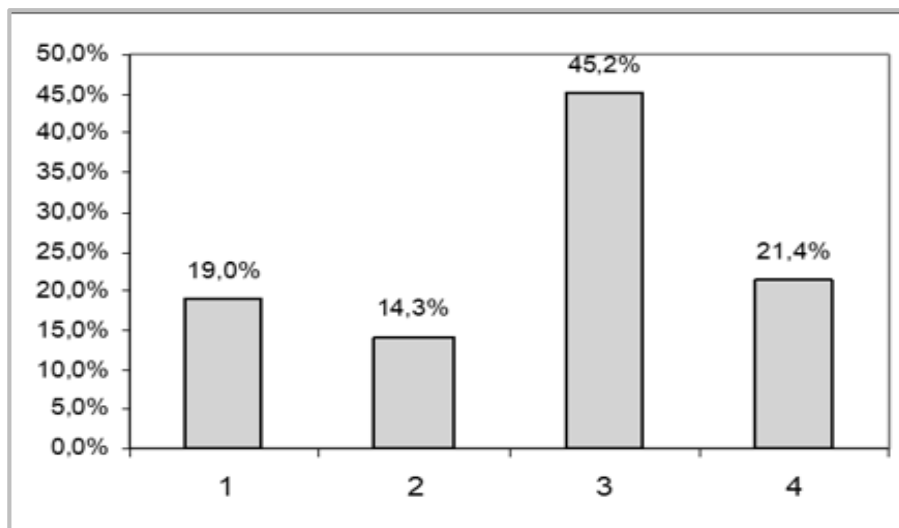
Для мотивации сотрудников и оценки результатов деятельности большинство респондентов используют показатель чистой прибыли [107].

Компания V-RATIO провела маркетинговое исследование уровня управления стоимостью для определения на каком уровне ведущие российские предприятия решают проблему управления стоимостью.

В исследовании приняло участие 89 предприятий, представляющих нефтегазовый сектор, машиностроение, энергетику, транспорт, торговлю, банковское дело и страхование, строительство, производство товаров народного потребления и продуктов питания, фармацевтическую промышленность [122].

В целом, исследование зафиксировало высокий уровень понимания концепции стоимости и стоимостного управления.

На рисунке 1.13 представлен анализ сосредоточения компетенции управления стоимостью в иерархии управления компанией.



Источник: [122].

Рисунок 1.13 – Анализ сосредоточения компетенции управления стоимостью в иерархии управления компанией

На графике по горизонтальной шкале указаны значения, соответствующие:

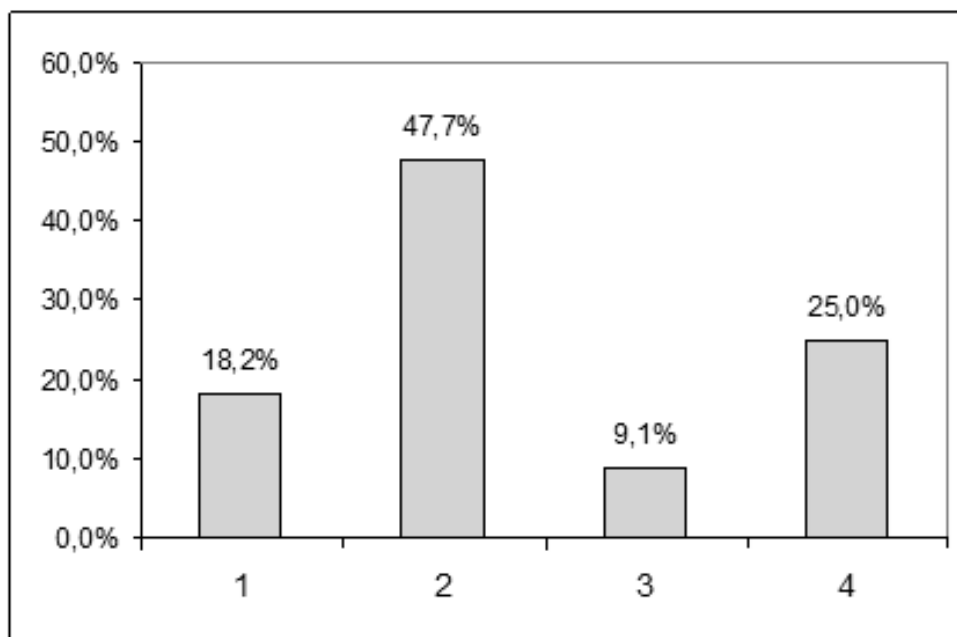
- 1) Менеджмент компании не обладает такими компетенциями.
- 2) Компетенции сосредоточены на уровне узкой группы финансистов.
- 3) Наряду с финансистами такими компетенциями обладает топ-менеджмент компании.
- 4) Наряду с финансистами и топ-менеджментом, такими компетенциями обладают и ключевые менеджеры среднего звена.

Вместе с тем, практика управления стоимостью значительно отстаёт от уровня осознания данной проблематики. Значительное количество предприятий не контролируют (регулярно не оценивают) величину своей стоимости (25%) и, собственно, не могут этого делать по причине отсутствия соответствующих инструментов (20%) и компетенций (19%).

К одной из выявленных нами проблем необходимо отнести слабую информационную эффективность российского фондового рынка, которая приводит к тому, что руководство и менеджмент компании не имеют адекватных рыночных ориентиров.

Кроме того, среда функционирования бизнеса будет отличаться еще более высокой динамичностью и сложностью, что предопределяет необходимость развития и трансформации существующих подходов к финансовому управлению стоимостью и его ориентации на достижение долгосрочных стратегических целей.

Анализ регулярности процессов управления стоимостью в компаниях представлен на рисунке 1.14.



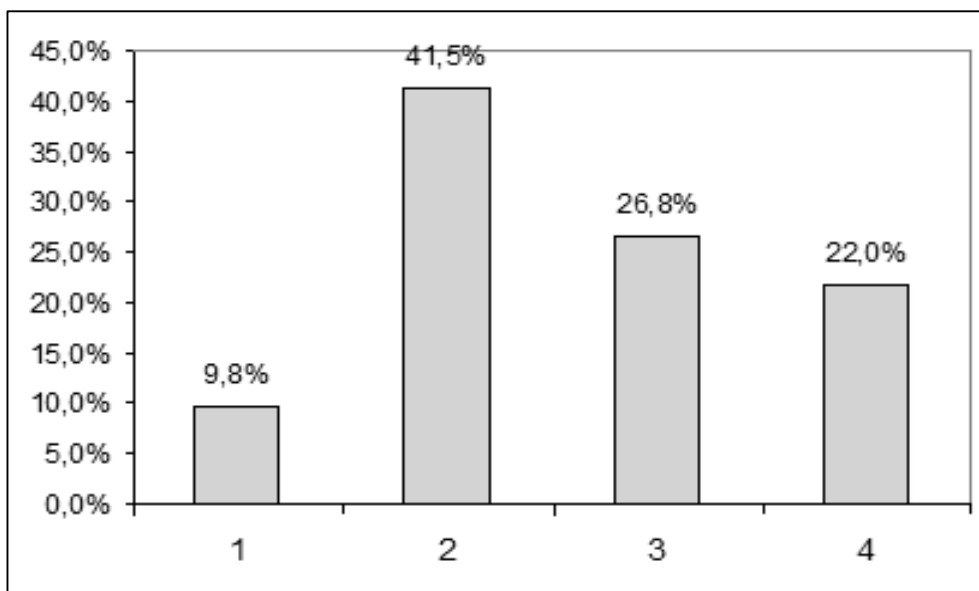
Источник: [122].

Рисунок 1.14 – Анализ регулярности процессов управления стоимостью в компаниях

На графике по горизонтальной шкале указаны значения, соответствующие:

- 1) Отсутствие регулярных процессов управления стоимостью.
- 2) Процессы управления стоимостью фактически присутствуют, но не формализованы.
- 3) Процессы управления стоимостью формализованы, но исчерпывающе не охватывают инвестиционный и бюджетный процессы.
- 4) Процессы управления стоимостью исчерпывающе охватывают инвестиционный и бюджетный процессы компании.

Анализ использования компаниями факторов стоимости при принятии управленческих решений представлен на рисунке 1.15.



Источник: [122].

Рисунок 1.15 – Анализ использования компаниями факторов стоимости при принятии управленческих решений

На графике по горизонтальной шкале указаны значения, соответствующие:

- 1) Факторы стоимости фактически не принимаются во внимание.
- 2) Используются факторы, выделенные на основе опыта, при помощи «мозгового штурма» и т.п.
- 3) Используются факторы, выделенные на основе анализа чувствительности стоимости.
- 4) Используются факторы, выделенные с использованием динамических моделей.

Особенности российской бизнес-среды также не могут не создавать определенные трудности для реализации концепции управления стоимостью.

Обобщая результаты проведенных исследований, можно выделить выявить следующие проблемные моменты:

- 1) Стоимость компании на практике определяется рыночной капитализацией, а точность ее оценки имеет значительные погрешности в условиях неэффективного и несовершенного финансового рынка.

2) Стоимость бизнеса сложно оценить объективно по причине использования прогнозируемых денежных потоков, которые рассчитываются с учетом дисконтирования и вероятности их реализации.

3) Собственники зачастую озабочены оперативной деятельностью и ищут краткосрочные выгоды, или поддерживают неэффективный бизнес, поэтому не всегда заинтересованы в повышении стоимости принадлежащего им бизнеса.

Анализ российской и зарубежной практики показывает, что помимо отмеченных, существует еще ряд проблем субъективного характера, которые возникают при применении концепции управления стоимостью в каждой компании, независимо от размера или отрасли.

Во-первых, менеджмент компании беспокоится о том, что капитальные затраты, которые планируются для осуществления в кратко- и долгосрочных периодах, снижают EVA, по крайней мере, в краткосрочной перспективе.

Таким образом, менеджеры могут недостаточно инвестировать как в материальные активы, так же и в нематериальные, такие как НИОКР и бренды, что в долгосрочной перспективе отрицательно скажется на стоимости бизнеса.

При этом образ мышления менеджеров, нацеленных скорее на краткосрочный результат, нежели на долгосрочный рост стоимости компании понятен: происходит ограничение инвестиций в то, что, как ожидается, не принесет немедленной отдачи. Несмотря на то, что проблема недостаточных капитальных затрат остается, при правильном применении концепции управления стоимостью капитальные вложения вряд ли уменьшат стимулы для создания стоимости.

Для решения данной проблемы необходимо адекватное стимулирование менеджмента на получение долгосрочного результата, а именно – привязка систем мотивации к улучшению показателей стоимости.

В качестве стимулирующих мер для менеджмента компании могут выступать опционы на акции, которые решат проблему недостаточного

инвестирования, поскольку они обеспечивают долгосрочную стимулы для создания стоимости.

В целом проведенное исследование показало, что проблемы недостаточного инвестирования можно частично нейтрализовать с помощью:

- отсроченной компенсации менеджмента;
- мониторинга факторов стоимости;
- опционов на акции.

Проблема недостаточного инвестирования может быть также дополнительно решена за счет использования нефинансовых факторов стоимости. Например, с помощью инноваций.

Вторая проблема связана с измерением EVA в дивизиональных подразделениях.

Для того чтобы многопрофильная компания создавала стоимость, она должна достичь синергии со своими подразделениями в форме стратегий вертикальной интеграции, которые позволяют компании получить больший контроль над своей цепочкой создания стоимости.

Синергия подразумевает взаимодействие между подразделениями, а также между подразделениями и корпоративным центром.

Проблема состоит в том, что такие взаимодействия требуют распределения накладных расходов и трансфертных цен.

В этом случае, расчет EVA на уровне подразделения затрудняется.

Не существует надежного решения проблем измерения и управляемости, возникающих при измерении производительности подразделения. Некоторые подходы предназначены для получения «лучших» трансфертных цен или распределения накладных расходов.

Например, если существуют значительные взаимозависимости между несколькими операционными подразделениями, одно из возможных решений для распределения или трансфертного ценообразования – это группировка подразделений. Проблема состоит в том, как объединить подразделения в группу, а затем оценить эффективность на уровне группы.

Этот подход не решает проблему синергии полностью, потому что могут быть взаимозависимости между группами. Но дает важное преимущество, так как обеспечивает руководителю группы стимул к взаимодействию между подразделениями, в том числе для разрешения любых конфликтов внутри группы по поводу распределения затрат и доходов.

Если между двумя подразделениями есть существенное взаимодействие, один из способов поощрения сотрудничества и сокращения вероятность конфликта, который возникает из-за распределения накладных расходов или трансфертного ценообразования, заключается в том, чтобы основывать часть бонусов, связанных с экономической добавленной стоимостью каждого менеджера на росте экономической добавленной стоимостью в другом подразделении.

Следует также согласиться с подходом, при котором распределение затрат для поощрения сотрудничества может базироваться на основе доходности подразделения [13].

Таким образом, существуют различные проблемы, ограничивающие внедрения систем управления стоимостью, которые требуют дальнейшего развития и совершенствования методических и практических аспектов его реализации.

Поскольку наиболее широко концепция VBM применяется в нефтегазовом и энергетическом секторах, в дальнейшем объектом настоящего исследования будут выступать компании добывающих отраслей, реализующие принципы стоимостного управления

1.3 Анализ практики применения системы управления стоимостью в российских добывающих компаниях

Стратегия развития и принципы функционирования компаний нефтегазового сектора экономики напрямую взаимосвязаны с

трансформацией нефтяного рынка, существующей ввиду наличия дисбаланса спроса и предложения.

Эксперты ожидают полной трансформации нефтяного рынка, который серьезно пострадал в результате пандемии COVID-19, способствовавшей резкому падению спроса на нефть. Для анализа тенденций цен на нефть и перспективного уровня потребления и производства нефти, обратимся к данным от аналитических агентств.

В таблице 1.4 представлен прогноз цен на нефть компании J.P. Morgan.

Таблица 1.4 – Прогноз цен на нефть компании J.P. Morgan

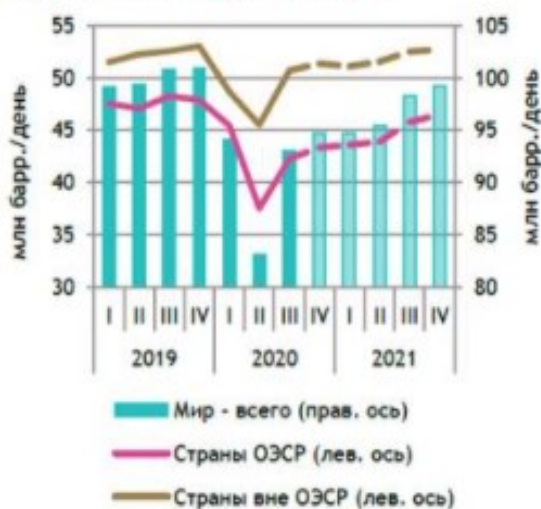
Долларов за баррель

| Цена | 2020 | 1кв21 | 2кв21 | 3кв21 | 4кв21 | 2021 | 1кв22 | 2кв22 | 3кв22 | 4кв22 | 2022 |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|------|
| Brent | 43 | 53 | 61 | 62 | 68 | 61 | 67 | 71 | 65 | 62 | 66 |
| WTI | 39 | 51 | 59 | 65 | 56 | 50 | 61 | 67 | 64 | 55 | 62 |

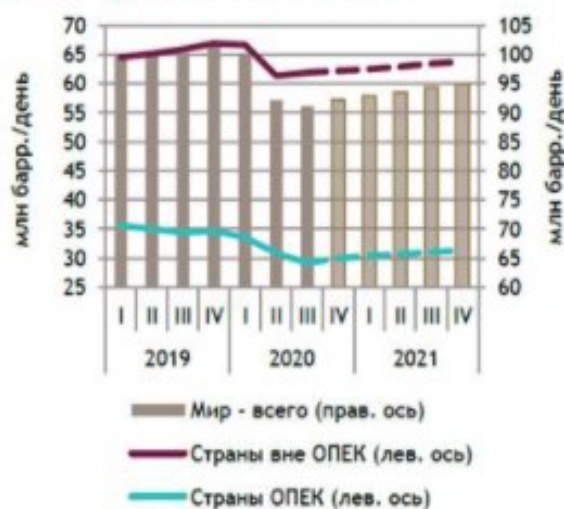
Источник: [108].

В соответствии с прогнозами Международного аналитического агентства (IEA), до 2022 года будет наблюдаться рост потребления и производства нефти в мире [121]. Прогнозы представлены на рисунке 1.16.

Потребление нефти в мире



Производство нефти в мире



Источник: [121]

Рисунок 1.16 – Прогноз объемов спроса и потребления нефти в мире по данным Международного аналитического агентства (IEA)

Ввиду прогнозируемого роста цен и объемов потребления нефти можно сделать вывод о том, что эти факторы положительно скажутся на стоимости компаний, добывающих и перерабатывающих нефть.

Анализируя динамику индекса стоимости акций нефтегазовых компаний на Московской бирже за 2008-2020 гг., можно сделать вывод о том, что в целом наблюдается рост их рыночной капитализации.

Динамика отраслевого индекса нефти и газа Московской биржи представлен на рисунке 1.17.



Источник: [112].

Рисунок 1.17 – Отраслевой индекс нефти и газа на Московской бирже (в рублях)

Данный индекс состоит из индексов 13 нефтегазовых компаний России.

В представленный отраслевой индекс нефти и газа на Московской бирже входят компании, представленные в таблице 1.5.

Таблица 1.5 – Перечень компаний, входящих в индекс нефти и газа на Московской бирже.

| Тикер | Наименование компании |
|-------|-----------------------|
| BANEP | ПАО АНК «Башнефть» |
| GAZP | ПАО «Газпром» |
| KRKNP | ПАО «Саратовский НП»" |
| LKOH | ПАО «ЛУКОЙЛ» |
| MFGSP | ОАО «СН-МНГ» |
| NVTK | ПАО «НОВАТЭК» |
| RNFT | ПАО «НК «РуссНефть» |
| ROSN | ПАО «НК «Роснефть» |
| SNGS | ПАО «Сургутнефтегаз» |
| SNGSP | ПАО «Сургутнефтегаз» |
| TATN | ПАО «Татнефть» |
| TATNP | ПАО «Татнефть» |
| TRNFP | ПАО «Транснефть» |

Источник: [112].

В диссертационном исследовании были подробно проанализированы результаты применения систем управления стоимостью в компаниях-лидерах отрасли: ПАО «Лукойл», ПАО «Газпром нефть», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сургутнефтегаз».

ПАО «Лукойл» - одна из крупнейших публичных вертикально интегрированных нефтегазовых компаний в мире, на долю которой приходится около 2% мировой добычи нефти и около 1% доказанных запасов углеводородов.

ПАО «Газпром нефть» - вертикально-интегрированная компания.

Основные виды деятельности - разведка и разработка месторождений нефти и газа, нефтепереработка, производство и реализация нефтепродуктов. Компания является одним из лидеров российской нефтяной индустрии по эффективности.

ПАО «НК «Роснефть» - лидер российской нефтяной отрасли и одна из крупнейших публичных нефтегазовых компаний мира.

ПАО «Сургутнефтегаз» - одна из крупнейших российских нефтяных и газодобывающих компаний и осуществляет деятельность в сфере поиска, разведки и добычи углеводородного сырья.

Ключевые финансовые показатели компаний ПАО «Лукойл», ПАО «Газпром нефть», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сургутнефтегаз» представлены в таблице 1.6.

Таблица 1.6 – Показатели компаний ПАО «Лукойл», ПАО «Газпром нефть», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сургутнефтегаз»

В миллионах долларов США

| Показатель | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ПАО «Лукойл» | | | | | |
| Рыночная капитализация (MC) | 40 163 | 41 102 | 50 211 | 64 917 | 45 451 |
| Стоимость бизнеса (EV) | 47 139 | 45 859 | 50 560 | 64 846 | 49 701 |
| Свободный денежный поток (FCFF) | 3 543 | 3 886 | 8 653 | 10 822 | 3 473 |
| Мультипликатор EV / Sales | 0,61x | 0,48x | 0,47x | 0,54x | 0,71x |
| Мультипликатор EV / EBITDA | 3,95x | 3,17x | 3,15x | 3,25x | 5,37x |
| ПАО «Газпром нефть» | | | | | |
| Рыночная капитализация (MC) | 16 491 | 20 004 | 23 585 | 31 950 | 20 155 |
| Стоимость бизнеса (EV) | 27 553 | 31 907 | 33 738 | 43 824 | 31 199 |
| Свободный денежный поток (FCFF) | -499 | 1 582 | 3 216 | 3 047 | 1 463 |
| Мультипликатор EV / Sales | 1,09x | 0,95x | 0,94x | 1,09x | 1,16x |
| Мультипликатор EV / EBITDA | 4,58x | 4,14x | 3,70x | 4,33x | 6,30x |
| Рыночная капитализация (MC) | 69 727 | 53 661 | 66 090 | 76 817 | 55 726 |
| ПАО «НК «Роснефть» | | | | | |
| Стоимость бизнеса (EV) | 114 171 | 120 901 | 116 571 | 137 986 | 106 837 |
| Свободный денежный поток (FCFF) | -929 | -11 221 | 7 429 | 2 149 | - |
| Мультипликатор EV / Sales | 1,41x | 1,17x | 0,99x | 1,00x | 1,39x |
| Мультипликатор EV / EBITDA | 6,25x | 6,05x | 4,40x | 4,52x | 8,01x |
| ПАО «Сургутнефтегаз» | | | | | |
| Рыночная капитализация (MC) | 180 60 | 17 307 | 13 846 | 29 061 | - |
| Стоимость бизнеса (EV) | -17 271 | 2 931 | 1 565 | 14 013 | - |
| Свободный денежный поток (FCFF) | - | 4 746 | 5 531 | 6 310 | - |
| Мультипликатор EV / Sales | - | 0,14x | 0,07x | 0,55x | - |
| Мультипликатор EV / EBITDA | - | 0,50x | 0,23x | 1,87x | - |

Источник: [106].

Динамика изменения цены акций компании ПАО «Лукойл» представлена на рисунке 1.18.



Источник: [105].

Рисунок 1.18 – Динамика стоимости акций ПАО «Лукойл»

Динамика изменения цены акций компании ПАО «Газпром нефть» представлена на рисунке 1.19.



Источник: [105].

Рисунок 1.19 – Динамика стоимости акций ПАО «Газпром нефть»

Динамика изменения цены акций компании ПАО «НК Роснефть» представлена на рисунке 1.20.



Источник: [105].

Рисунок 1.20 – Динамика стоимости акций ПАО «НК Роснефть»

Динамика изменения цены акций компании ПАО «Сургутнефтегаз» представлена на рисунке 1.21.



Источник: [105].

Рисунок 1.21 – Динамика стоимости акций ПАО «Сургутнефтегаз»

В целях сравнения и сопоставления, использовались аналогичные показатели ведущих зарубежных компаний: Saudi Aramco (Саудовская Аравия), ExxonMobil (США), Shell (Нидерланды – Великобритания), Chevron (США).

Saudi Aramco – государственная компания Саудовской Аравии. За 2020 год Saudi Aramco получила рекордную в мире прибыль, заработав \$111 млрд при общей выручке \$355,9 млрд.

Сегодня компания контролирует месторождения с запасами нефти примерно 260 млрд баррелей (99% всех запасов Саудовской Аравии), что составляет около четверти мировых разведанных запасов углеводородов [117].

ExxonMobil – американская публичная акционерная компания — одна из крупнейших в мире по размеру рыночной капитализации (\$330 млрд на февраль 2019 года) [118].

Royal Dutch Shell - британско-нидерландская нефтегазовая компания. Shell – согласно рейтингу Forbes Global 2000, это 11-я крупнейшая публичная акционерная компания в мире. Штаб-квартира — в Гааге (Нидерланды) и Лондоне (Великобритания).

Shell ведёт геологическую разведку и добычу нефти и газа в более чем 80 странах мира.

Доказанные запасы на конец 2017 года составляли 12,233 млрд баррелей в нефтяном эквиваленте, из них нефти - 4,613 млрд баррелей, газа - 1,145 трлн кубометров [119].

Chevron – публичная акционерная и вторая после ExxonMobil интегрированная энергетическая компания США, одна из крупнейших корпораций в мире.

Основные месторождения (по объему доказанных резервов) находятся в США (29%), Австралии (20%) и Казахстане (18%). Капитализация составляет \$221,8 млрд (на 20 марта) [120].

Результирующие показатели компаний Saudi Aramco, ExxonMobil, Shell, Chevron за 2016-2020 года представлены в таблице 1.7.

Таблица 1.7 – Показатели компаний Saudi Aramco, ExxonMobil, Shell, Chevron

В миллионах долларов США

| Показатель | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------------------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| Saudi Aramco | | | | | |
| Рыночная капитализация (MC) | - | - | - | 1 877 996 | 1 864 628 |
| Стоимость бизнеса (EV) | - | - | - | 1 862 896 | 1 973 533 |
| Мультипликатор EV / Sales | - | - | - | 6,32x | 9,64x |
| Мультипликатор EV / EBITDA | - | - | - | 9,64x | 16,11x |
| Мультипликатор EV / FCFF | - | - | - | 23,66x | 39,91x |
| ExxonMobil | | | | | |
| Рыночная капитализация (MC) | 374 398 | 354 550 | 288 921 | 295 448 | 174 484 |
| Стоимость бизнеса (EV) | 420 008 | 400 521 | 330 409 | 352 275 | 249 906 |
| Мультипликатор EV / Sales | 2,09x | 1,69x | 1,18x | 1,38x | 1,40x |
| Мультипликатор EV / EBITDA | 18,07x | 12,53x | 8,35x | 11,02x | 14,78x |
| Мультипликатор EV / FCFF | - | - | 19,47x | 48,81x | - |
| Shell | | | | | |
| Рыночная капитализация (MC) | 530 | 297 | 236 | 175 | - |
| Стоимость бизнеса (EV) | 473 | 277 | 280 | 239 | - |
| Мультипликатор EV / Sales | 0,29x | 0,18x | 0,21x | 0,19x | - |
| Мультипликатор EV / EBITDA | 9,58x | 6,87x | 19,4x | 18x | - |
| Мультипликатор EV / FCFF | - | 13,58x | - | - | - |
| Chevron | | | | | |
| Рыночная капитализация (MC) | 222 630 | 238 449 | 207 009 | 226 820 | 162 582 |
| Стоимость бизнеса (EV) | 262 921 | 273 585 | 233 924 | 252 924 | 206 214 |
| Мультипликатор EV / Sales | 2,54x | 2,15x | 1,47x | 1,81x | 2,18x |
| Мультипликатор EV / EBITDA | 19,86x | 12,53x | 6,89x | 7,92x | 12,92x |
| Мультипликатор EV / FCFF | - | - | 13,43x | 16,59x | - |

Источник: [106].

Нетрудно заметить, что показатели капитализации, а также рыночные мультипликаторы ведущих зарубежных компаний значительно превосходят аналогичные результаты российских компаний.

Рассмотрим более подробно стратегические приоритеты по созданию стоимости выделенных российских компаний ПАО «Лукойл», ПАО «Газпром нефть», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сургутнефтегаз» в таблице 1.8.

Таблица 1.8 – Стратегические приоритеты управления стоимостью в крупнейших нефтедобывающих компаниях России.

| Параметр | ПАО «Лукойл» | ПАО «Газпром нефть» | ПАО «НК «Роснефть» | ПАО «Сургутнефтегаз» |
|---------------------------------|--|--|--|--|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Миссия компании | Создание стоимости, поддержание высокой прибыльности и стабильности бизнеса, обеспечение акционеров высоким доходом на инвестированный капитал путем повышения стоимости активов | Стать одной из лучших индустриальных компаний мира, определяющих прогрессивную трансформацию отрасли | Повышение качества проектного управления, удержание лидерства по операционной эффективности, обеспечение высокого уровня доходности акционеров | Выйти в лидеры по производству и реализации своей продукции, получать большую прибыль и удовлетворять спрос потребителей |
| Стратегическая цель | Создание акционерной стоимости. Рост бизнеса с учетом роста стоимости дохода акционеров. Обеспечение устойчивого роста ключевых показателей и выполнение прогрессивной дивидендной политики при консервативном сценарии цены на нефть. | Максимизация акционерной стоимости. Фокус на финансовую устойчивость при сохранении стратегических приоритетов | Долгосрочное увеличение акционерной стоимости за счет роста добычи газа, обеспеченного высокоэффективным долгосрочным портфелем продаж. | Максимизация акционерной стоимости. Лидерство по продаже нефтепродуктов на рынке России и по введению новых типов товаров в производство |
| Основные стоимостные показатели | Свободный денежный поток. Дивидендный поток | Показатель возврата на вложенный капитал (ROACE) | Капитализация | Капитализация. Дивидендный поток |
| Цель по стоимостным показателям | 3-кратное увеличение FCF (Free Cash Flow). Ежегодный рост дивидендов как минимум на величину российской инфляции | Достижение ROACE 15% за счет эффективного управления портфелем проектов и активов. | нет | нет |
| Горизонт планирования | 10 лет | 12 лет | 3 года | 10 лет |
| Бенчмаркинг | ROACE на уровне лучших компаний | Лидерство по возврату на вложенный капитал. | Акционерная стоимость, сопоставимая с аналогичными показателями ведущих мировых компаний | Лидерство по возврату на вложенный капитал. |

Источник: [113; 114; 115; 116].

Нетрудно заметить, для каждой из представленных компаний рост акционерной стоимости является одной из приоритетных стратегических целей. Миссии компаний направлены на создание стоимости и лидерство на рынке.

Результаты аналогичного анализа для зарубежных конкурентов представлены в таблице 1.9.

Таблица 1.9 – Анализ практики применения концепции управления стоимостью в крупнейших зарубежных нефтедобывающих компаниях.

| Параметр | Saudi Aramco | ExxonMobil | Shell | Chevron |
|---------------------------------|--|---|--|--|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Миссия компании | Компания стремится обеспечить рост стоимости для акционеров за счет роста рентабельности продаваемых продуктов | Создание стоимости для акционеров в долгосрочной перспективе | Создание стоимости для акционеров. | Создание стоимости для акционеров. Достижение лучших результатов в отрасли. |
| Стратегическая цель | Сосредоточенность не только на создании акционерной стоимости, но и на способности продолжать создавать ценность для общества. Усиление конкурентных преимуществ, сохранение позиции крупнейшего в мире производителя сырой нефти по объему добычи и одного из производителей с самыми низкими издержками. | Рост производства продукции с более высокими характеристиками и сильная ориентация на растущие рынки. | Дисциплинированная система распределения денежных средств и строгий подход к сокращению выбросов углерода. | Создание стоимости для акционеров за счет сохранения производственной мощности |
| Основные стоимостные показатели | Капитализация, дивидендный поток, показатель возврата на вложенный капитал (ROACE) | Капитализация | Капитализация | Капитализация. Дивидендный поток |
| Цель по стоимостным показателям | Ежегодный рост рыночной капитализации | Ежегодный рост рыночной капитализации | нет | нет |
| Горизонт планирования | 12 лет | 10 лет | 5 лет | 10 лет |
| Бенчмаркинг | Сохранение позиции крупнейшего в мире производителя сырой нефти по объему добычи и одного из производителей с самыми низкими издержками | Рост акционерной стоимости | Акционерная стоимость, сопоставимая с аналогичными показателями ведущих мировых компаний | Рост акционерной стоимости |

Источник: [117; 118; 119; 120].

Проведенный анализ позволяет сделать вывод о том, что стратегические приоритеты российских компаний из рассмотренной выборки в целом совпадают с зарубежным опытом: цель обеспечения роста стоимости компании обозначена в качестве стратегической, у большинства компаний установлены конкретные количественные значения целевого параметра, системы планирования и оценки результатов ориентированы на среднесрочную и долгосрочную перспективу (3 - 12 лет).

Таким образом, на стратегическом уровне как российские, так и зарубежные добывающие компании ориентируются на создание стоимости для акционеров. Однако конечные результаты, характеризующие различные аспекты эффективного управления стоимостью бизнеса имеют существенные различия. По нашему мнению, эти различия в значительной степени вызваны используемыми системами управления стоимостью, которые в российском случае требуют дальнейшей проработки и развития.

В этой связи далее диссертационное исследование будет направлено на развитие системы финансового управления стоимостью, ее ключевых элементов, в том числе показателей стоимости, моделей оценки и методик внедрения системы финансового управления стоимостью.

Выводы по главе 1

Актуальность эффективного управления стоимостью компании непрерывно возрастает ввиду глобализации, значительного усложнения бизнес-среды, появления новых рисков, ускорения научно-технического прогресса и т.п.

Вместе с тем, несмотря на широкое применение концепции стоимостного управления бизнесом, в настоящее время не существует какого-либо общепризнанного определения понятия «системы финансового управления стоимостью».

В связи с этим в работе сделана попытка сформулировать данное понятие с позиции системного подхода.

В данной главе раскрыта сущность понятия «система финансового управления стоимостью компании», выявлены и классифицированы ее ключевые элементы, такие, как объекты и субъект, система показателей оценки, модели оценки эффективности управления и оценки влияния управленческих решений на рост стоимости компании и др.

Под системой финансового управления стоимостью в работе понимается совокупность элементов, обеспечивающих целостный непрерывный процесс управления, направленный на рост стоимости компании и позволяющих оценивать его эффективность с единых методологических позиций.

Выявлены основные проблемы, препятствующие эффективному внедрению концепции и системы VBM в практику российских компаний, которые условно можно разделить на общие и вызванные особенностями российской бизнес- среды.

К последним, в частности, можно отнести проблемы недоинвестирования и тесно связанную с ней проблему мотивации, а также проблемы взаимодействия подразделений в процессе создания стоимости.

Для того чтобы многопрофильная компания создавала стоимость, компания должна достичь синергии со своими подразделениями в форме стратегий вертикальной интеграции, которые позволяют компании получить больший контроль над своей цепочкой создания стоимости. Синергия также подразумевает взаимодействие между подразделениями, а также между подразделениями и корпоративным центром.

В главе были рассмотрены результаты применения системы управления стоимостью в российских добывающих компаниях на примере компаний ПАО «Лукойл», ПАО «Газпром нефть», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сургутнефтегаз» в сравнении с их зарубежными конкурентами.

Показано, что несмотря на безусловный прогресс в данной сфере, результаты российских компаний значительно уступают зарубежным аналогам.

В этой связи, система управления стоимостью российских компаний нуждается в дальнейшем развитии и совершенствовании, соответствующей разработке методических подходов и практических схем реализации.

Глава 2

Развитие системы финансового управления стоимостью компании

2.1 Ключевые элементы системы управления стоимостью компании

Как было отмечено ранее, под системой финансового управления стоимостью понимается совокупность элементов, обеспечивающих целостный непрерывный процесс принятия решений, направленных на рост стоимости компании и позволяющих оценивать его эффективность с единых методологических позиций.

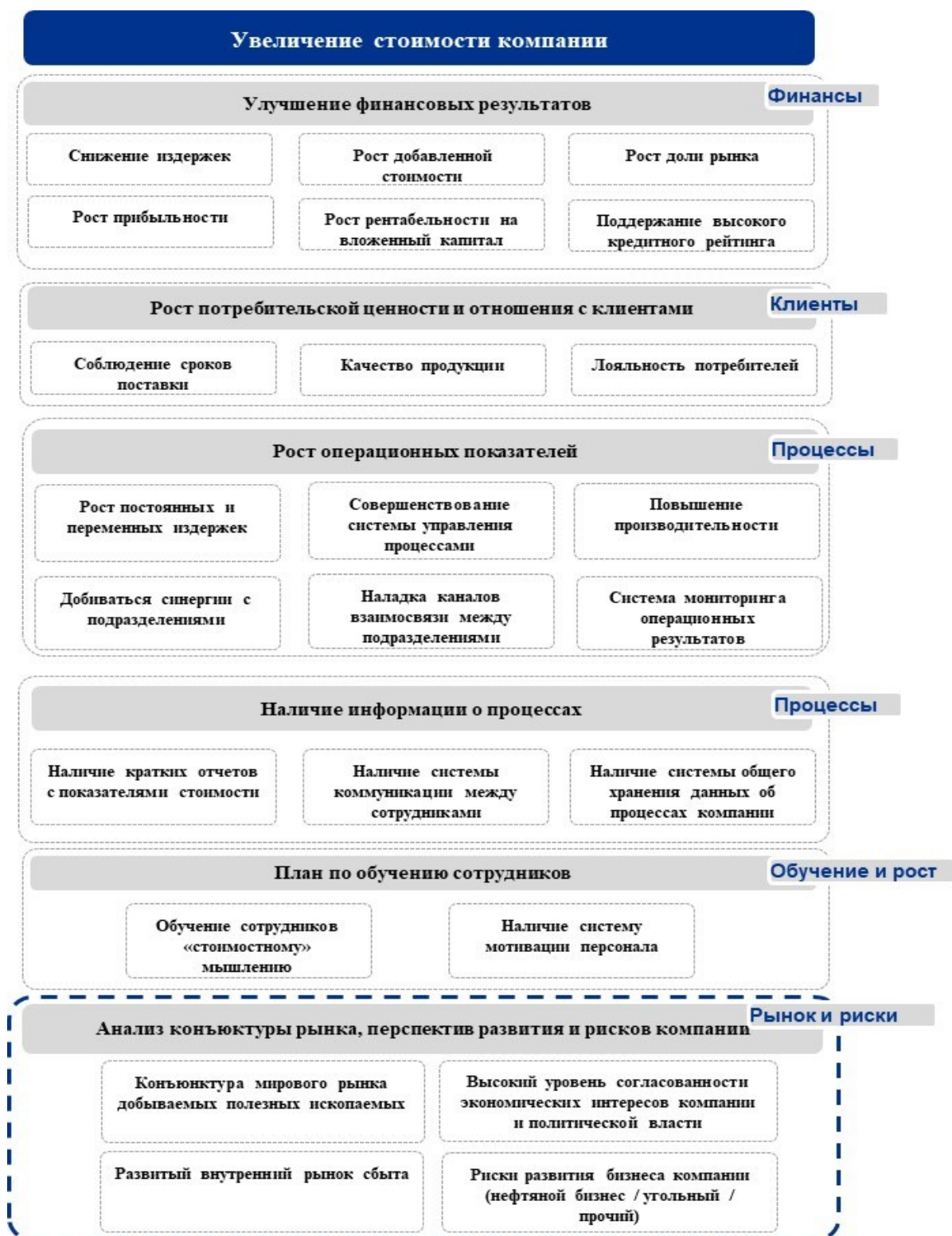
Внедрение системы финансового управления стоимостью предполагает поэтапный план, включающий разработку и реализацию ключевых элементов: методического, кадрового, информационного и других видов обеспечения.

Исследование показало, что в качестве одного из важнейших элементов методического обеспечения процессов создания стоимости целесообразно использовать стратегические карты компании, впервые предложенные в работах Р. Каплана и Д. Нортонa [29].

В отличие от классической концепции стратегических карт, предусматривающей наличие нескольких целей, мы предлагаем ограничиться одной целью, а именно целью «рост стоимости компании» и все последующие составляющие системы управления стоимостью адаптировать к данной цели. Цель «рост стоимости компании» следует рассматривать в привязке к следующим стратегическим задачам:

- улучшение финансовых результатов;
- увеличение потребительской ценности;
- улучшение операционных результатов;
- наличие системы информации о процессах;
- наличие плана по обучению сотрудников.

Предлагаемая стратегическая карта представлена ниже на рисунке 2.1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.1 – Стратегическая карта компании

Вторым предлагаемым усовершенствованием классической стратегической карты Д. Нортон и Р. Каплана является добавление к четырем перспективам (финансы, клиенты, процессы, обучение и рост) пятой перспективы – конъюнктура рынка и риски компании. Предлагаемая

перспектива основана на анализе конкретного рынка, к которому относится добывающая компания (угольный, нефтяной, прочий). Данная перспектива включает компоненты, которые позволяют компании ориентироваться на рынке сбыта добываемого сырья, а также анализировать присущие данному рынку риски.

Схематично анализ конъюнктуры рынка и рисков компании на примере компаний угольной отрасли представлен ниже на рисунке 2.2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.2 – Анализ конъюнктуры рынка и рисков компании угольной отрасли

Для эффективной работы системы управления стоимостью важным элементом является кадровое обеспечение, т.е. наличие кадров, мотивированных и нацеленных на достижение результата и понимающих как достичь стратегических целей.

Для создания кадрового обеспечения системы управления стоимостью нужно отталкиваться от действующей организационной структуры компании.

При этом, на наш взгляд, компании не требуется нанимать отдельных специалистов, более эффективным будет являться вовлечение действующих специалистов, так как они обладают необходимыми знаниями и опытом. Предлагаемый перечень бизнес-подразделений и групп сотрудников, задействованных в системе управления стоимостью с описанием их функций представлен на рисунке 2.3.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.3 – Кадровое обеспечение системы управления стоимостью

В ситуациях, когда система управления стоимостью успешно применяется в компании, все лица, принимающие участие в его работе, обеспечены всей необходимой им информацией и стимулами, мотивирующими их к принятию решений, направленных на максимизацию стоимости. В этой связи к важнейшим элементам системы управления стоимостью следует отнести информационное обеспечение.

На рисунке 2.4 представлена схема контроля над исполнением стратегических инициатив кадрами компании.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.4 – Схема контроля исполнения целей

Наличие эффективной системы информационного обеспечения связано с необходимостью непрерывно отслеживать изменения в компании. В этой связи после выявления факторов, изменение которых в наибольшей степени влияет на стоимость компании, необходимо разработать систему, которая позволяла бы оперативно отслеживать динамику таких показателей.

Своя информационная система может быть внедрена в каждую бизнес-единицу компании и затем агрегирована в консолидированную информационную систему.

Благодаря полученной информации менеджмент компании сможет принимать решения об эффективности принимаемых мер и своевременно их корректировать в случае необходимости.

Инструментом для обеспечения информацией может быть автоматизированная информационная система (АИС).

На сегодняшний день автоматизированные информационные системы могут обеспечивать информацией о финансово-экономическом состоянии компании в режиме реального времени. Например, одним из известных разработчиков таких систем является компания «SAP».

В информационную систему могут вноситься изменения посредством программирования, направленные на корректировку набора выводимых показателей, их детализации и прочих характеристик.

Схема устройства передачи информации представлена ниже на рисунке 2.5.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.5 – Схема действия информационной корпоративной системы

Одним из важнейших элементов системы управления стоимостью выступает подсистема контроля и мониторинга исполнения целей, включающий анализ количественных и качественных показателей достижения целей.

Традиционные финансовые показатели, такие как прибыль или динамика роста прибыли, не всегда являются подходящими показателями для создания стоимости.

Компаниям также нужны и нефинансовые цели - такие, как удовлетворенность потребителей, инновационность выпускаемой продукции, а также степень удовлетворенности работников. Все эти цели не противоречат максимизации стоимости, наоборот, наиболее преуспевающие компании обычно преуспевают именно в этих областях.

В качестве подсистемы контроля над исполнением целей предлагаем использовать таблицу с набором рассчитанных показателей, формируемую до и после использования механизма управления стоимостью.

Можно предложить следующие требования к краткому отчету мониторинга действия системы управления стоимостью:

- перечень рассчитываемых показателей должен зависеть от поставленной стратегической цели;
- выбранные показатели должны учитывать специфику компании;
- перечень рассчитываемых показателей должен отражать все сферы, на которые может быть оказано влияние;
- показатели необходимо анализировать в динамике.

Пример краткого отчета, составляемого в рамках контроля над достижением стратегических целей посредством анализа изменения ключевых показателей стоимости на примере компании «СУЭК», занимающейся добычей, переработкой и продажей угля и являющейся одной из крупнейших интегрированных энергетических компаний мира с добывающими, генерирующими и логистическими мощностями на территории России и международной сбытовой сетью, представлен в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Пример краткого отчета по контролю достижения стратегических целей компании «СУЭК»

| Показатель | Значение показателя без использования системы управления стоимостью | Значение показателя после использования системы управления стоимостью |
|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 |
| Показатели стоимости и прибыльности | | |
| Индекс устойчивого роста добывающей компании, % | 0,4 | 0,6 |
| EVA, млн руб. | 513 267 | 615 921 |
| EV (Enterprise value), млн руб., млн руб. | 564 808 | 660 825 |
| Операционная прибыль, млн руб. | 92 402 | 103 490 |
| Рентабельности EBITDA, % | 34,3 | 40,2 |
| ROIC, % | 21,8 | 24,0 |
| Удельные показатели | | |
| Выручка на 1 тонну добычи, руб. | 3 134 | 3 541 |

Продолжение таблицы 2.1

| 1 | 2 | 3 |
|--|-------|-------|
| Себестоимость на 1 тонну добычи, руб. | 1 898 | 2 164 |
| ЕВИТДА на 1 тонну добычи, руб. | 1 232 | 1 380 |
| Капитальные затраты на 1 тонну добычи, руб. | 497 | 551 |
| Свободный денежный поток на 1 тонну добычи, руб. | 714 | 778 |

Источник: рассчитано автором.

В соответствии с полученными данными можно сделать следующие выводы:

- динамика рассматриваемых показателей положительная;
- стратегические цели достигнуты;
- наблюдается положительная корреляция между рассчитываемыми показателями.

Подводя итоги отметим, что для эффективности системы управления стоимостью важно:

- обозначить измеримую стратегическую цель и ориентиры ее достижения;
- поддерживать систему управления стоимостью со стороны топ-менеджмента компании;
- наличие методики для расчета показателей, мониторинг которых дает понимание о достижении стратегической цели;
- наличие гибкости управления операционными и финансовыми процессами, управляемость рисками;
- достаточность ресурсов на поддержание системы управления стоимостью;

- заинтересованность всех работников в достижении стратегической цели;
- тщательное планирование внедрения и работы системы управления стоимостью.

2.2 Классификация и методика выбора показателей стоимости

В данном параграфе излагается подход к разработке методического обеспечения системы управления стоимостью, основанное на классификации и методике выбора показателей стоимости по признаку соответствия стратегическим целям добывающей компании с учетом разработанной модели оценки эффективности управления, учитывающей финансовые (себестоимость/выручка, амортизация/итого расходы и другие) и нефинансовые (уровень износа основной техники, квалификация кадров и другие) факторы. Также предлагается модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса, разработан показатель роста добывающей компании.

Предложенные классификации и методики выбора показателей по признаку соответствия стратегическим целям добывающей компании, позволяет решить проблему их разнонаправленности с точки зрения целей и задач управления стоимостью. Процесс выбора и использования показателей так же важен, как и процесс разработки системы показателей стоимости.

На первом этапе выбора показателя стоимости следует руководствоваться стратегической целью компании: например, при определении роста стоимости компании как стратегической цели следует выбирать показатели, дающее представление о способности компании обеспечивать рост (индекс устойчивого роста), роста экономической добавленной стоимости, показатели стоимости бизнеса (EV). Кроме того, выбор показателя стоимости компании должен соответствовать:

- стадии развития компании (стадии жизненного цикла);

- факторам внешнего окружения компании;
- стратегической цели;
- капиталоемкости компании;
- структуры финансирования.

На рисунке 2.6 представлены рекомендуемые этапы выбора системы ключевых показателей системы управления стоимостью.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.6 – Этапы формирования системы ключевых показателей системы управления стоимостью

После выбора рассчитываемых показателей возникает необходимость делегировать их расчет и анализ соответствующему бизнес-подразделению.

Анализ деятельности компаний добывающего сектора позволил разработать классификацию ключевых показателей, которая представлена в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Предлагаемая классификация стоимостных показателей для компаний добывающего сектора

| Стратегическая цель | Показатель | Описание | Единица измерения | Ответственное бизнес-подразделение |
|--------------------------------|--|--|-------------------|--------------------------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| ПОКАЗАТЕЛИ ПРИБЫЛЬНОСТИ | | | | |
| Рост стоимости компании | Индекс устойчивого роста добывающей компании | Индекс, характеризующий эффективность общего операционного управления компанией через оценку рентабельности добычи одной тонны добываемого сырья | процент | Департамент стратегического развития |

Продолжение таблицы 2.2

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|--|--|------------------|--------------------------------------|
| Улучшение финансовых показателей компании | Динамика чистой прибыли | Определяется на основании отчета о финансовых результатах компании | денежная единица | Департамент стратегического развития |
| Рост прибыльности компании | Рентабельности EBITDA | Сравнивается с показателями конкурентов / с историческим показателем анализируемой компании | процент | Департамент стратегического развития |
| Повышение доходности инвестиций | ROI | Сравнивается с показателями конкурентов / с историческим показателем анализируемой компании | процент | Департамент стратегического развития |
| ПОКАЗАТЕЛИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА | | | | |
| Рост стоимости компании | EVA | Экономическая добавленная стоимость. Базой для сравнения являются конкуренты, либо достигнутые анализируемой компанией в прошлом значения показателя | денежная единица | Департамент стратегического развития |
| Рост стоимости компании | EV (Enterprise value) | Стоимость компании определенная доходным подходом (DCF модель) | денежная единица | Департамент стратегического развития |
| | Показатель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса | Стоимость компании может быть выражена в вероятностном выражении в зависимости от изменения влияющих на нее факторов. | денежная единица | Департамент стратегического развития |

Продолжение таблицы 2.2

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|--|------------------|---|
| Рост стоимости компании | EV / Запасы | Стоимостной мультипликатор, используемый для анализа стоимости добывающей компании с учетом соотношения стоимости аналогичной компании к запасам | - | Департамент стратегического развития |
| Улучшение операционных показателей | Свободный денежный поток на 1 тонну добычи | Свободный / объем добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты |
| ПОКАЗАТЕЛИ КОНКУРЕНТНЫХ ПРЕИМУЩЕСТВ | | | | |
| Увеличение доли рынка | Рост доли рынка | Сравнивается с показателями конкурентов / с историческим показателем анализируемой компании | процент | Департамент по экономике и развитию |
| Достижение лидерства на рынке | Занимаемое место среди конкурентов по параметрам: | Сравнивается с показателями конкурентов / с историческим показателем анализируемой компании | - | Департамент по экономике и развитию |
| | - объем добычи | | | |
| | - рентабельность по EBITDA | | | |
| | - прибыль на 1 тонну добычи | | | |
| ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение операционных показателей | Операционные затраты | Оценивается: | денежная единица | Департамент по экономике и развитию |
| | | - возможность снижения постоянных издержек (коммерческие, административные) путем оптимизации операционных процессов) | | |
| | | - снижение переменных затрат на добычу и переработку | | |

Продолжение таблицы 2.2

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|------------------------------------|--|---|------------------|---|
| Улучшение финансовых показателей | ЕВИТДА | Оценивается операционная прибыль компании | денежная единица | Финансовый департамент |
| | Капитальные затраты | Снижение капиталоемкости путем повышения эффективности разработки месторождений | денежная единица | Финансовый департамент |
| | Оборотный капитал | Оценивается возможность роста оборачиваемости | денежная единица | Финансовый департамент |
| | Стоимость заемного капитала | Политика заимствований компании отражается в стоимости будущих заимствований | процент | Финансовый департамент |
| | Затраты на консервацию отработанных месторождений | Являются существенной суммой обязательств добывающей компании, регламентируются законодательно - не поддаются управлению. | денежная единица | Департамент по экономике и развитию |
| ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение технических показателей | Производственные потери | Сравнивается с конкурентами / историческим показателем анализируемой компании | - | Департамент по экономике и развитию |
| | Отработка запасов полезных ископаемых (эффективность добычи) | Оценивается технологическая эффективность добычи и эффективная политика отработки месторождений. | тонн | Департамент по экономике и развитию |
| Улучшение операционных показателей | Выручка на 1 тонну добычи | Выручка / объем добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты |
| | Себестоимость на 1 тонну добычи | Себестоимость / объем добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию |

Продолжение таблицы 2.2

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|----------------------------|------------------|---|
| Улучшение операционных показателей | ЕВИТДА на 1 тонну добычи | ЕВИТДА / объем добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты |
| | Капитальные затраты на 1 тонну добычи | Капитальные / объем добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты |
| ПОКАЗАТЕЛИ, СВЯЗАННЫЕ С ПЕРСОНАЛОМ | | | | |
| Повышение уровня квалификации сотрудников | Квалификация персонала | - | процент | Директор по персоналу |
| Повышения уровня удовлетворенности сотрудников | Снижение текучести кадров | - | процент | Директор по персоналу |
| | Высокий уровень удовлетворенности сотрудников | - | процент | Директор по персоналу |

Источник: составлено автором.

Разработанный шаблон таблицы для расчета данных показателей представлен в приложении П.

Расчет показателей из предложенной системы представлен в таблицах 2.3- 2.5.

Таблица 2.3 – Расчет системы показателей в рамках методического обеспечения системы управления стоимостью для компании «СУЭК»

В миллионах рублей

| Стратегическая цель | Показатель | Единица измерения | Ответственное бизнес-подразделение | Значение показателя |
|-----------------------------------|--|-------------------|--------------------------------------|---------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| I. ПОКАЗАТЕЛИ ПРИБЫЛЬНОСТИ | | | | |
| Рост стоимости компании | Индекс устойчивого роста добывающей компании | процент | Департамент стратегического развития | 0,4 |

Продолжение таблицы 2.3

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|--|------------------|---|--|
| Рост прибыльности компании | Рентабельности EBITDA | процент | Департамент стратегического развития | 34,3 |
| II. ПОКАЗАТЕЛИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА | | | | |
| Рост стоимости компании | EVA | денежная единица | Департамент стратегического развития | 513 267 |
| Рост стоимости компании | EV (Enterprise value) | денежная единица | Департамент стратегического развития | 564 808 |
| Рост стоимости компании | Показатель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса | денежная единица | Департамент стратегического развития | 112 962 |
| Улучшение операционных показателей | Свободный денежный поток на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 714 |
| III. ПОКАЗАТЕЛИ КОНКУРЕНТНЫХ ПРЕИМУЩЕСТВ | | | | |
| Увеличение доли рынка | Рост доли рынка | процент | Департамент по экономике и развитию | +15 |
| Достижение лидерства на рынке | Занимаемое место среди конкурентов по параметрам: | - | Департамент по экономике и развитию | Компания занимает лидирующее положение на рынке по уровню добычи в год |
| | - объем добычи | | | |
| | - рентабельность по EBITDA | | | |
| | - прибыль на 1 тонну добычи | | | |
| IV. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение операционных показателей | Операционные затраты | денежная единица | Департамент по экономике и развитию | (85 779) |
| Улучшение финансовых показателей | EBITDA | денежная единица | Финансовый департамент | 102 793 |
| | Капитальные затраты | денежная единица | Финансовый департамент | (18 537) |

Продолжение таблицы 2.3

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|------------------|---|--|
| Улучшение финансовых показателей | Оборотный капитал | денежная единица | Финансовый департамент | 26 241 |
| | Стоимость заемного капитала | процент | Финансовый департамент | 12,2 |
| | Затраты на консервацию отработанных месторождений | денежная единица | Департамент по экономике и развитию | - |
| V. ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение технических показателей | Производственные потери | - | Департамент по экономике и развитию | 20 |
| Улучшение операционных показателей | Выручка на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 3 134 |
| | Себестоимость на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 1 898 |
| | ЕВИТДА на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 1 232 |
| | Капитальные затраты на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 497 |
| VI. ПОКАЗАТЕЛИ, СВЯЗАННЫЕ С ПЕРСОНАЛОМ | | | | |
| Повышение уровня квалификации сотрудников | Соответствие персонала квалификационным требованиям | процент | Директор по персоналу | весь персонал соответствует квалификационным требованиям |
| Повышения уровня удовлетворенности сотрудников | Снижение текучести кадров | процент | Директор по персоналу | -13 за год |
| | Высокий уровень удовлетворенности сотрудников | процент | Директор по персоналу | +23 за год |

Источник: рассчитано автором.

Таблица 2.4 – Расчет системы показателей в рамках методического обеспечения системы управления стоимостью для компании «СДС-Уголь»

В миллионах рублей

| Стратегическая цель | Показатель | Единица измерения | Ответственное бизнес-подразделение | Значение показателя |
|---|--|-------------------|---|---------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| I. ПОКАЗАТЕЛИ ПРИБЫЛЬНОСТИ | | | | |
| Рост стоимости компании | Индекс устойчивого роста добывающей компании | процент | Департамент стратегического развития | 0,2 |
| Рост прибыльности компании | Рентабельности EBITDA | процент | Департамент стратегического развития | 20,8 |
| II. ПОКАЗАТЕЛИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА | | | | |
| Рост стоимости компании | EVA | денежная единица | Департамент стратегического развития | 10 052 |
| | EV (Enterprise value) | денежная единица | Департамент стратегического развития | 155 374 |
| | Показатель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса | денежная единица | Департамент стратегического развития | 31 075 |
| Улучшение операционных показателей | Свободный денежный поток на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 555 |
| III. ПОКАЗАТЕЛИ КОНКУРЕНТНЫХ ПРЕИМУЩЕСТВ | | | | |
| Увеличение доли рынка | Рост доли рынка | процент | Департамент по экономике и развитию | +7 |
| Достижение лидерства на рынке | Занимаемое место среди конкурентов по параметрам: | - | Департамент по экономике и развитию | - |
| | - объем добычи | | | |
| | - рентабельность по EBITDA | | | |
| | - прибыль на 1 тонну добычи | | | |

Продолжение таблицы 2.4

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|------------------------------------|---|------------------|---|---------|
| IV. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение операционных показателей | Операционные затраты | денежная единица | Департамент по экономике и развитию | 37 523 |
| | ЕБИТДА | денежная единица | Финансовый департамент | 19 477 |
| | Капитальные затраты | денежная единица | Финансовый департамент | (9 508) |
| | Оборотный капитал | денежная единица | Финансовый департамент | (924) |
| | Стоимость заемного капитала | процент | Финансовый департамент | 13,2 |
| | Затраты на консервацию отработанных месторождений | денежная единица | Департамент по экономике и развитию | - |
| V. ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение технических показателей | Производственные потери | - | Департамент по экономике и развитию | 17 |
| Улучшение операционных показателей | Выручка на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 7 297 |
| | Себестоимость на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 6 445 |
| | ЕБИТДА на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 852 |
| | Капитальные затраты на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 227 |

Продолжение таблицы 2.4

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|---------|-----------------------|--|
| VI. ПОКАЗАТЕЛИ, СВЯЗАННЫЕ С ПЕРСОНАЛОМ | | | | |
| Повышение уровня квалификации сотрудников | Соответствие персонала квалификационным требованиям | процент | Директор по персоналу | большая часть персонала соответствует квалификационным требованиям |
| Повышения уровня удовлетворенности сотрудников | Снижение текучести кадров | процент | Директор по персоналу | -4 за год |
| | Высокий уровень удовлетворенности сотрудников | процент | Директор по персоналу | -14 за год |

Источник: рассчитано автором.

Таблица 2.5 – Расчет системы показателей в рамках методического обеспечения системы управления стоимостью для компании «Сибуглемет»

В миллионах рублей

| Стратегическая цель | Показатель | Единица измерения | Ответственное бизнес-подразделение | Значение показателя |
|---|--|-------------------|--------------------------------------|---------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| I. ПОКАЗАТЕЛИ ПРИБЫЛЬНОСТИ | | | | |
| Рост стоимости компании | Индекс устойчивого роста добывающей компании | процент | Департамент стратегического развития | 0,4 |
| Рост прибыльности компании | Рентабельности EBITDA | процент | Департамент стратегического развития | 61,7 |
| II. ПОКАЗАТЕЛИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА | | | | |
| Рост стоимости компании | EVA | денежная единица | Департамент стратегического развития | 28 771 |
| | EV (Enterprise value) | денежная единица | Департамент стратегического развития | 98 057 |
| | Показатель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса | денежная единица | Департамент стратегического развития | 19 611 |

Продолжение таблицы 2.5

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|---|------------------|---|--|
| Улучшение операционных показателей | Свободный денежный поток на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 741 |
| III. ПОКАЗАТЕЛИ КОНКУРЕНТНЫХ ПРЕИМУЩЕСТВ | | | | |
| Увеличение доли рынка | Рост доли рынка | процент | Департамент по экономике и развитию | +3 |
| Достижение лидерства на рынке | Занимаемое место среди конкурентов по параметрам: | - | Департамент по экономике и развитию | Компания занимает лидирующее положение на рынке по рентабельности EBITDA |
| | - объем добычи | | | |
| | - рентабельность по EBITDA | | | |
| | - прибыль на 1 тонну добычи | | | |
| IV. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение операционных показателей | Операционные затраты | денежная единица | Департамент по экономике и развитию | (56 127) |
| Улучшение финансовых показателей | EBITDA | денежная единица | Финансовый департамент | 43 431 |
| | Капитальные затраты | денежная единица | Финансовый департамент | (4 513) |
| | Оборотный капитал | денежная единица | Финансовый департамент | 2 538 |
| | Стоимость заемного капитала | процент | Финансовый департамент | 14,2 |
| | Затраты на консервацию отработанных месторождений | денежная единица | Департамент по экономике и развитию | - |

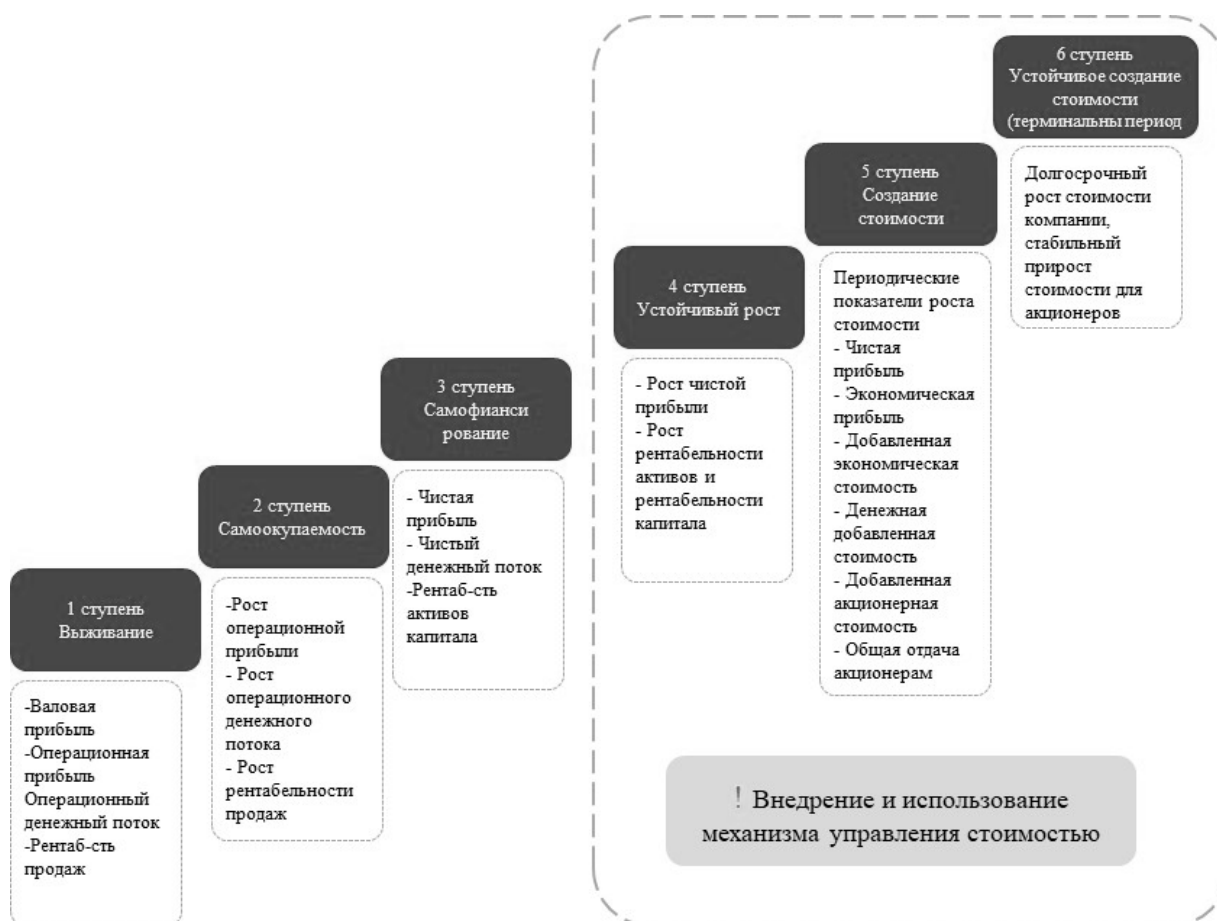
Продолжение таблицы 2.5

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|------------------|---|--|
| V. ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение технических показателей | Производственные потери | - | Департамент по экономике и развитию | 19 |
| Улучшение операционных показателей | Выручка на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 6 520 |
| | Себестоимость на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 4 504 |
| | ЕВИТДА на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 1 928 |
| | Капитальные затраты на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | 409 |
| VI. ПОКАЗАТЕЛИ, СВЯЗАННЫЕ С ПЕРСОНАЛОМ | | | | |
| Повышение уровня квалификации сотрудников | Соответствие персонала квалификационным требованиям | процент | Директор по персоналу | весь персонал соответствует квалификационным требованиям |
| Повышения уровня удовлетворенности сотрудников | Снижение текучести кадров | процент | Директор по персоналу | -6 за год |
| | Высокий уровень удовлетворенности сотрудников | процент | Директор по персоналу | -3 за год |

Источник: рассчитано автором.

Отметим, что использование того или иного показателя стоимости должно зависеть и от этапа жизненного цикла компании. На наш взгляд, применение системы управления стоимостью целесообразно начинать на этапах устойчивого роста, когда компания достигла самоокупаемости.

Ниже на рисунке 2.7 представлена иерархия использования показателей стоимости в зависимости от стадии жизненного цикла компании.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.7 – Иерархия использования показателей стоимости в зависимости от стадии жизненного цикла компании

Отметим, что исполнение запланированных с помощью системы показателей процессов и инициатив, по сути, и есть реализация стратегии максимизации стоимости.

2.3 Модели оценки эффективности управления стоимостью и влияния управленческих решений на стоимость компании

Предлагаемая модель оценки эффективности управления представляет собой развитие модели рентабельности инвестиций, предложенной Т. Коуплендом и состоит из двух частей: оценки финансовых и нефинансовых показателей.

При определении рейтинга для показателей первого уровня (себестоимость/выручка, коммерческие и управленческие расходы/выручка, амортизация/итого расходы, доля основных средств (далее - ОС) в чистых активах и доля оборотного капитала (далее - ОК) в активах), применяется бальная система, зависящая от количества анализируемых компаний. Полученные значения рейтинга суммируются в показатели второго уровня: норму чистой прибыли и оборачиваемость капитала, затем складываются при проставлении итогового рейтинга.

Итоговый рейтинг (P_3) складывается из рейтингов показателей второго уровня (P_2) и представлен в формуле (2.1).

Рейтинги по показателям норма чистой прибыли и оборачиваемость капитала складываются из рейтингов по показателям уровня 3 (P_3): себестоимость к выручке, коммерческие и управленческие расходы к выручке, амортизация к расходам, ос к активам, ок к активам представлены в формулах (2.1)-(2.3)

$$P_3 = \sum P_2 = P_{\text{нчп}} + P_{\text{ок}}, \quad (2.1)$$

$$P_{\text{нчп}} = \sum P_{1(a)} = P_{\text{с/с / выручка}} + P_{\text{комм. и упр. расходы / выручка}} + P_{\text{аморт / расходы}}, \quad (2.2)$$

$$P_{\text{ок}} = \sum P_{1(б)} = P_{\text{ос / активы}} + P_{\text{ок / активы}}, \quad (2.3)$$

где P_3 - итоговый рейтинг,

P_2 - Рейтинг по показателям уровня 2,

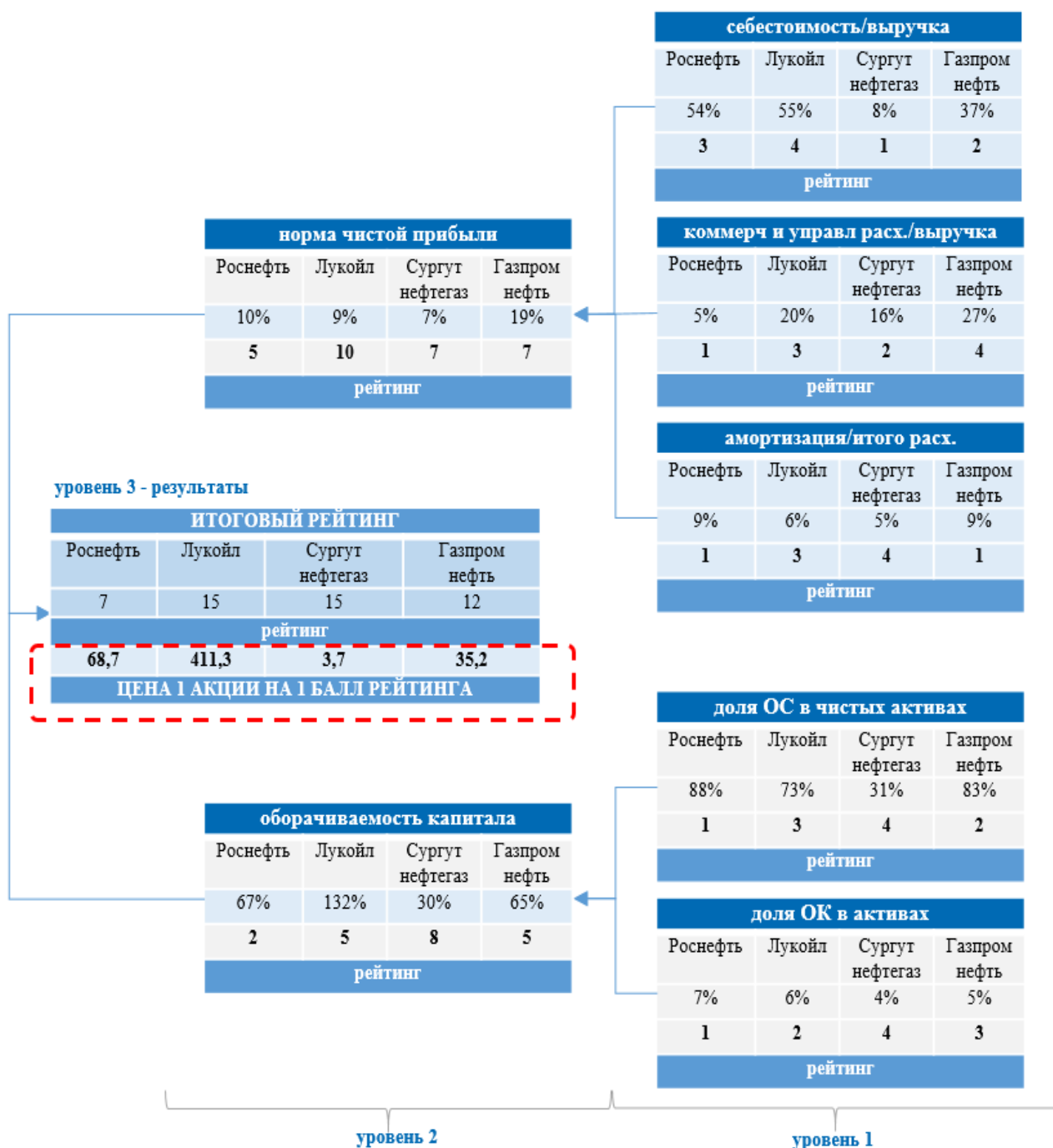
$P_{\text{нчп}}$ - рейтинг по норме чистой прибыли,

$P_{\text{ок}}$ - рейтинг по оборачиваемости капитала,

$P_{1(a)}$ - показатели уровня 3 для расчета рейтинга по норме чистой прибыли,

$P_{1(б)}$ - показатели уровня 3 для расчета рейтинга по оборачиваемости капитала.

На рисунке 2.8 представлена схема процесса оценки эффективности управления стоимостью.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.8 – Схема процесса оценки эффективности управления стоимостью на основе предлагаемой модели

Разработанный для расчета рейтинговой системы в рамках финансового управления стоимостью добывающей компании представлен в приложении Н.

Для показателей первого уровня выбирается значение от один до n (в зависимости от количества компаний), где 1 – наилучший рейтинг, n – наихудший. Полученная модель позволяет менеджменту компании

оценить эффект изменения анализируемых показателей на цену акции посредством расчета стоимости, приходящейся на один балл рейтинга.

Ниже представлен пример расчета цены акции на один балл рейтинга для российских нефтяных компаний.

Таблица 2.6 - Расчет цены акции, приходящейся на 1 балл выставленного рейтинга

| Показатель | Анализируемые компании | | | |
|------------------------------------|------------------------|-------------|----------------|---------------|
| | Роснефть | Лукойл | Сургутнефтегаз | Газпромнефть |
| Итоговый рейтинг, баллов | 7 | 15 | 15 | 12 |
| Стоимость 1 акции, руб | 481 | 6 169 | 50 | 423 |
| Кол-во акций в обращении, штук | 10 598 177 817 | 692 865 762 | 7 702 000 000 | 4 741 299 639 |
| Цена акции на 1 балл рейтинга, руб | 68,7 | 411,3 | 3,7 | 35,2 |

Источник: составлено автором.

Например, при улучшении рейтинга Роснефти на один балл, стоимость, приходящаяся на 1 акцию, достигнет 80,1 рублей. Изменение представленных в модели показателей позволяет оценить, как решения менеджмента, связанные с финансовыми показателями, могут оказать влияние на стоимость акции.

Как следует из таблицы, наилучший рейтинг принадлежит Роснефти и составляет 7 баллов, рейтинг Лукойла – 15 баллов, Сургутнефтегаза – 15 баллов, Газпромнефти – 12 баллов.

Компаниям также нужно оценивать влияние нефинансовых факторов – таких факторов, как квалификация персонала, диверсифицированность рынков сбыта и других.

Присвоение рейтингов осуществляется экспертным методом, каждый балл попадает во взвешенный итог. Чем меньше значение среднего геометрического значения фактора, тем выше рейтинг. Итоговый рейтинг

компания позволяет менеджменту проанализировать нефинансовые факторы. Все представленные показатели представляют собой интерес для инвесторов в ходе принятия решений об инвестировании в актив, а, следовательно, положительное значение данных нефинансовых факторов находит отражение в изменении спроса на акции и их стоимость.

Ниже в таблице 2.7 представлен расчет рейтингов компаний добывающего сектора.

Таблица 2.7 – Расчет рейтинга компании в соответствии с оценкой нефинансовых факторов стоимости

В баллах

| Фактор | Нефтедобывающие компании | | | | Угледобывающие компании | | | |
|--|---|--------|--------------------|------------------|-------------------------|------------------------|--------------|-----------------|
| | Роснефть | Лукойл | Сургут нефтегаз | Газпром нефть | СУЭК | Кузбассраз Резуголь | СДС Уголь | Сибугле- мет |
| | <i>от 1-4 (где 1 - хорошо, 4 - удовлетворительно)</i> | | | | | | | |
| Уровень износа добывающей техники | 2 | 1 | 4 | 3 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| Квалификация кадров, задействованных на добыче | 1 | 2 | 1 | 2 | 1 | 2 | 1 | 2 |
| Квалификация кадров, задействованных в управлении | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Сложность добычи на разрабатываемых месторождениях | 2 | 2 | 3 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Диверсифицированность рынков сбыта | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| Соблюдение условий лицензионных соглашений | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Уровень безопасности условий труда | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Надежность сырьевой базы | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Зависимость от ключевых покупателей | 2 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Транспортная инфраструктура компании | 1 | 1 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| СРЕДНЕЕ ГЕОМЕТРИЧЕСКОЕ ЗНАЧЕНИЕ | 1,23 | 1,15 | 1,69 | 1,47 | 1,20 | 1,28 | 1,37 | 1,43 |
| ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ | 2 | 1 | 4 | 3 | 1 | 2 | 3 | 4 |

Источник: составлено автором.

Таким образом, среди нефтедобывающих компаний наивысший рейтинг у компании Лукойл, среди угледобывающих – у компании СУЭК.

В ходе проведения исследований была разработана модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса.

Стоимость компании является интегрированным показателем эффективности деятельности компании, включающим всю информацию о ее деятельности, и позволяет в денежной форме оценить эффективность деятельности менеджмента.

Каждое решение менеджмента оказывает влияние на стоимость компании и должно быть проанализировано. Для оценки влияния того или иного управленческого решения возникает необходимость наличия модели финансового управления стоимостью. Целями построения модели являются: выявление факторов, оказывающих наибольшее влияние на стоимость, оценка чувствительности стоимости к изменению факторов, разработка оптимального варианта управления стоимостью. Модель дисконтированного денежных потоков позволяет напрямую анализировать влияние того или иного фактора на стоимость компании. В общем виде факторная модель стоимости компании имеет вид, представленный в формуле (2.4)

$$EV = EV (F1, F2 \dots Fn) , \quad (2.4)$$

где EV – стоимость компании,

$F1, F2, Fn$ – факторы, влияющие на стоимость.

Однако среди факторов стоимости есть зависящие друг от друга факторы и, следовательно, эти факторы необходимо рассматривать не отдельно, а с учетом связи между ними, будет иначе оценен вклад каждого фактора в стоимость компании.

На практике построение и оценка функций зависимости факторов между собой может быть осуществлено с использованием соответствующего программного обеспечения.

Предлагается рассчитывать показатель прироста стоимости компании в результате принятия управленческого решения касательно того или иного фактора (драйвера) стоимости ($F_n(i)$). Полученное значение может приводить к стоимости, большей, чем в базовом сценарии – сценарии до принятия решения касательно драйвера стоимости ($EV\ base$). При этом эффект от управления драйвером стоимости может приводить к оптимистическому сценарию ($EV\ opt$) и пессимистическому сценарию ($EV\ press$).

Далее определяется стоимость компании в базовом, оптимистическом и пессимистическом сценариях, представленных формулами (2.5)-(2.9)

$$\Delta EV = EV\ base - EV\ opt, \quad (2.5)$$

или:

$$\Delta EV = EV\ base - EV\ press, \quad (2.6)$$

$$EV\ base = \sum_{i=1}^k \frac{FCFF_i}{(1+r)^{t+1}} + \frac{\frac{FCFF(i+n)}{r-g}}{(1+r)^{t+1}}, \quad (2.7)$$

$$EV\ opt\ F_n(i) = \sum_{i=1}^k \frac{FCFF\ opt\ i}{(1+r)^{t+1}} + \frac{\frac{FCFF\ opt\ (i+n)}{r-g}}{(1+r)^{t+1}}, \quad (2.8)$$

$$EV\ press\ F_n(i) = \sum_{i=1}^k \frac{FCFF\ press\ i}{(1+r)^{t+1}} + \frac{\frac{FCFF\ press\ (i+n)}{r-g}}{(1+r)^{t+1}}, \quad (2.9)$$

где ΔEV – прирост / разрушение стоимости компании в результате принятия того или иного управленческого решения с учетом фактора стоимости ($F_n(i)$),

$EV\ base$ – стоимость компании в базовом сценарии до принятия руководством компании управленческого решения с учетом факторов стоимости (F_n),

$EV\ opt\ F_n(i)$ – стоимость компании в оптимистическом сценарии после принятия руководством компании управленческого решения касательно фактора стоимости ($F_n(i)$),

$EV\ press\ F_n(i)$ – стоимость компании в пессимистическом сценарии после принятия руководством компании управленческого решения касательно фактора стоимости ($F_n(i)$),

$FCFF_i$ – свободный денежный поток за период,
 $FCFF_{opt}$ – свободный денежный поток за период при оптимистическом сценарии,
 $FCFF_{press}$ – свободный денежный поток за период при пессимистическом сценарии,
 $FCFF_{(i+n)}$ – свободный денежный поток терминального периода,
 r – ставка дисконтирования,
 g – долгосрочный темп роста.

Такой подход позволяет на основе финансовой модели компании делать выводы о создании, либо разрушении стоимости.

В диссертации для демонстрации предлагаемого подхода был проведен расчет стоимости бизнеса (Enterprise value) анализируемых компаний: «СУЭК», «Кузбассразрезуголь», «ХК СДС-Уголь» и ЗАО «Сибуглемет» методом дисконтированных денежных потоков.

Финансовые показатели анализируемых компаний, а также расчет денежных потоков представлены в приложениях А-В.

Модель разработана для компаний добывающего сектора, однако при модификации компонентов может быть использована для различных отраслей.

Далее было проанализировано изменение факторов стоимости в зависимости от специфики деятельности каждой из компаний и определен эффект влияния каждого фактора на денежные потоки.

Расчеты представлены в таблице 2.8.

Таблица 2.8 – Эффект отклонений факторов стоимости от базового сценария развития компании и их влияние на денежные потоки на основе прогнозов на 5 лет

В миллионах рублей

| Показатели | СУЭК | Кузбас Сзарезуголь | СДС уголь | Сибуглемет |
|---|---------|-----------------------|-----------|------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Сумма денежных потоков в базовом сценарии | 113 470 | 126 266 | 71 168 | 274 466 |

Продолжение таблицы 2.8

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|----------|----------|--------|---------|
| Сумма денежных потоков после изменения цен на продукцию | 96 449 | 111 114 | 69 745 | 244 275 |
| Эффект влияния фактора | 17 020 | 15 152 | 1 423 | 30 191 |
| Сумма денежных потоков после изменения объемов продаж | 141 319 | 124 330 | 68 883 | 278 238 |
| Эффект влияния фактора | - 27 849 | 1 937 | 2 285 | - 3 772 |
| Сумма денежных потоков после изменения операционных затрат | 118 857 | 123 347 | 65 360 | 267 517 |
| Эффект влияния фактора. | - 5 387 | 2 919 | 5 808 | 6 950 |
| Сумма денежных потоков от увеличения дополнительных расходов | 107 796 | 114 902 | 71 052 | 267 256 |
| Эффект влияния фактора | 5 673 | 11 364 | 116 | 7 210 |
| Сумма денежных потоков после изменения капитальных затрат | 73 755 | 116 446 | 54 798 | 242 804 |
| Эффект влияния фактора | 39 714 | 9 821 | 16 370 | 31 662 |
| Сумма денежных потоков после изменения оборотного капитала | 107 796 | 140 282 | 64 042 | 234 820 |
| Эффект влияния фактора | 5 673 | - 14 016 | 7 126 | 39 647 |
| Итоговое изменение денежных потоков | 34 846 | 27 177 | 33 128 | 111 889 |
| Итоговое изменение денежных потоков, % | 31 | 22 | 47 | 41 |

Источник: рассчитано автором.

В работе также предложен модифицированный индекс устойчивого роста добывающей компании. Данный индекс основан на индексе роста (SGI), предложенного в работе И.В. Ивашковской и дополнен с учетом отраслевой специфики добывающих компаний, а также учитывает их основной драйвер роста – рентабельность продажи одной тонны продукции. Он является комплексным показателем для оценки качественного роста стоимости компании добывающего сектора.

Предлагаемый нами модифицированный индекс устойчивого роста добывающей компании рассчитывается по формуле (2.10)

$$\begin{aligned} & \text{Индекс устойчивого роста добывающей компании} = \\ & = (1 + \text{Ravt}) \times \frac{L}{k} \times \sum_{i=1}^k (\text{ROIC}_i - \text{WACC}_i), \end{aligned} \quad (2.10)$$

где $(1 + \text{Ravt})$ – средний прирост рентабельности тонны проданного сырья,
 ROIC_i – доходность инвестированного капитала в год i ,
 WACC_i – средневзвешенная стоимость затрат на капитал в год i ,
 L – количество лет, в течение которых сред доходности инвестированного капитала положителен,
 k – количество лет наблюдения.

Чем ближе показатель $\frac{L}{k}$ к единице, тем выше устойчивость роста компании.

Средний прирост рентабельности рассчитывается как среднее геометрическое.

Выводы по главе 2

Внедрение системы финансового управления стоимостью предполагает разработку и реализацию ключевых элементов, к которым относятся методическое, кадровое, информационное и другие виды обеспечения, а также модели и методики методике расчета показателей эффективности, как классических, так и предложенных для компаний добывающего сектора.

Проведенное исследование показало, что одним из эффективных элементов е методического обеспечения являются стратегические карты компании.

В отличие от классической концепции стратегических карт, разработанной Д. Нортоном и Р. Капланом, предусматривающей наличие нескольких стратегических целей, в работе предложено ограничиться одной

целью, а именно целью «рост стоимости компании» и все последующие составляющие системы управления стоимостью адаптировать к данной цели.

Стратегическая карта, дополненная с учетом предлагаемой перспективы, является ориентиром продвижения в направлении достижения роста стоимости компании.

В данной главе были предложены классификация и методика выбора показателей стоимости по признаку соответствия стратегическим целям добывающей компании, позволяющая решить проблему их разнонаправленности с точки зрения целей и задач управления стоимостью. При рассмотрении показателей, они были сгруппированы по следующим блокам: показатели прибыльности, показатели стоимости, финансовые и операционные показатели, показатели конкурентных преимуществ, показатели персонала.

Для систематизации показателей, каждому показателю стоимости была сопоставлена стратегическая цель, позволяющая осуществить его выбор в зависимости от положений стратегии компании.

Так же в главе была предложена модель оценки эффективности управления стоимостью добывающей компании, учитывающая финансовые факторы, такие, как себестоимость к выручке, амортизация к совокупным расходам и другие и нефинансовые, такие, как уровень износа основных активов, квалификация кадров и другие факторы.

Данная модель позволяет произвести анализ эффективности управления на основе рейтинговой системы оценки и оценить эффективность управленческой деятельности, направленной на рост стоимости бизнеса и представляет собой развитие модели рентабельности инвестиций, предложенной Т. Коуплендом и состоит из двух частей: оценки финансовых и нефинансовых показателей.

Целями построения модели являются: выявление факторов, оказывающих наибольшее влияние на стоимость, оценка чувствительности

стоимости к изменению факторов, разработка оптимального варианта управления стоимостью.

Модель дисконтированного денежных потоков позволяет напрямую анализировать влияние того или иного фактора на стоимость компании.

Кроме того, в данной главе была предложена модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса, которая учитывает прирост стоимости от принятия управленческих решений, разработан индекс устойчивого роста добывающей компании, являющийся комплексным показателем для оценки качественного роста стоимости компаний добывающего сектора и учитывающий основной драйвер их роста – рентабельность продажи одной тонны добытого сырья.

В связи с тем, что стоимость компании является интегрированным показателем эффективности, включающим всю информацию о деятельности и позволяет в денежной форме оценить деятельность менеджмента, предлагается рассчитывать показатель прироста стоимости компании в результате принятия управленческого решения касательно того или иного фактора (драйвера) стоимости ($F_n(i)$).

Полученное значение может приводить к стоимости, большей, чем в базовом сценарии – сценарии до принятия решения касательно драйвера стоимости (EV base).

При этом эффект от управления драйвером стоимости может приводить к оптимистическому сценарию (EVopt) и пессимистическому сценарию (EVpress).

Предложенный модифицированный индекс устойчивого роста добывающей компании основан на индексе роста (SGI), предложенного в работе И.В.Ивашковской и дополнен с учетом отраслевой специфики добывающих компаний, а также учитывает их основной драйвер роста – рентабельность продажи одной тонны продукции.

Индекс устойчивого роста является комплексным показателем для оценки качественного роста стоимости компании добывающего сектора.

Методика внедрения системы управления стоимостью добывающей компании будет подробно рассмотрена в третьей главе диссертационного исследования.

Глава 3

Система управления стоимостью добывающей компании

3.1 Методика внедрения системы управления стоимостью

Ранее было показано, что для работы системы управления стоимостью требуется наличие следующих элементов:

- наличие разработанной стратегической карты;
- кадровое обеспечение;
- методическое обеспечение (система стоимостных показателей, методика их расчета, применения и анализа);
- система контроля над достижением целей.

Для успешного внедрения системы управления стоимостью была разработана методика, представленная на рисунке 3.1.

Этапы реализации системы управления стоимостью представлен в приложении Л.

Для успешного внедрения системы финансового управления стоимостью была разработана поэтапная методика.

Этап 1. Оценить текущее состояние компании для выявления целей и ориентиров стоимости компании.

Для анализа целесообразности внедрения системы управления стоимостью предлагается провести детальный финансовый и операционный анализ с целью выявления слабых и сильных областей.

На данном этапе необходимо провести анализ внутренних и внешних факторов, влияющих на стоимость компании.

Важным шагом является оценка текущей стоимости компании для будущей сравнительной базы.

К внешним факторам относятся: уровень конкуренции, надежность поставщиков, макроэкономику.

Методика финансового управления стоимостью компании

Этап 1. Оценить текущее состояние компании для выявления целей и ориентиров стоимости компании

- а) оценка стоимости бизнеса в текущей ситуации
- б) анализ текущего финансового положения

Этап 2. Постановка глобальных стратегических целей и составление стратегической карты

- а) составление перечня целей
- б) выбор наиболее существенной стратегической цели для дальнейшей реализации
- в) составление стратегической карты

Этап 3. Разработка стратегических инициатив компании. Стратегические инициативы основывается на стратегических целях компании

- а) составление перечня стратегических инициатив, поддерживающих достижение стратегической цели
- б) бюджетирование стратегических инициатив
- в) корректировка стратегической карты

Этап 4. Разработка методического инструментария системы финансового управления стоимостью

- а) разработка системы показателей оценки и методики их выбора, соответствующих стратегической цели
- б) выбор и адаптация модели оценки эффективности управления и оценки влияния управленческих решений на рост стоимости компании

Этап 5. Определение органов, ответственных за выполнение стратегической цели.

- а) определение бизнес-подразделений наиболее подходящих для выполнение процессов и мероприятий, направленных на достижение стратегической цели
- б) определение сферы ответственности выбранных бизнес-подразделений
- в) определение формы отчетности выбранных бизнес-подразделений по результатам достижения стратегической цели

Этап 6. Составление календаря управления стоимостью (мероприятия, промежуточный контроль, анализ результатов, финальный анализ достижения цели)

Этап 7. Определение формы отчетных документов

- а) разрабатывается шаблон отчета контроля над достижением стратегической цели
- б) разрабатывается алгоритм интерпретации и анализа отчета контроля над достижением стратегической цели

Этап 8. Контроль и анализ исполнения поставленных целей

Источник: составлено автором.

Рисунок 3.1 – Методика финансового управления стоимостью компании

Метод дисконтированных денежных потоков дает представление о стоимости компании на конкретный момент времени, в связи с чем в будущем ее необходимо будет пересматривать.

Дальнейшие коррективы, вносимые руководством компании на основе текущих показателей стоимости будут находить свое отражение в операционной модели компании и непосредственно сказываться на финансовом результате.

Этап 2. Постановка глобальных стратегических целей и составление стратегической карты.

Поставленные стратегические цели будут являться ориентиром компании, на основании которого будут приниматься проекты и решения.

Стратегическая карта компании описывает стратегические цели и механизм их достижения.

Этап 3. Разработка стратегических инициатив (перспектив) компании.

В рамках концепции управления стоимостью главной стратегической целью является максимизация стоимости. Так же немаловажной является и задача улучшения восприятия компании со стороны инвесторов.

Перечисленные стратегические перспективы декомпозируются на стратегические цели.

Выделим стратегические цели добывающей компании:

- улучшение финансового результата. Данная цель направлена на рост таких показателей, как выручка, прибыль, снижение затрат;
- рост количества клиентов. Данная цель позволяет добывающей компании диверсифицировать риск дефолта крупных покупателей. Рекомендуется осуществлять поставки как в пределах страны добычи, так и осуществлять экспортные поставки;
- улучшение операционной деятельности означает наиболее эффективное использование собственных оборотных средств, улучшения натуральных показателей, увеличение эффективности затрат на одну тонну

добычи полезных ископаемых, эффективное привлечение ресурсов и использование капитальных затрат;

– способствовать профессиональному росту сотрудников как административного подразделения, так и сотрудников, непосредственно осуществляющих добычу.

Перечисленные стратегические цели взаимосвязаны и напрямую воздействуют друг на друга.

Шаг 1. Разработка стратегических инициатив компании означает анализ текущей эффективности проектов и программ компании (затраты и приносимая прибыль), оценивается их вклад в глобальные стратегические цели.

Результатом будет являться реструктуризация текущих проектов и возможный запуск новых, необходимых для достижения стратегических целей. Нецелесообразные проекты и программы подлежат закрытию.

Шаг 2. Предложенные новые инициативы и проекты подлежат бюджетированию исходя из примерных затрат на их реализацию. Исходя из определенного ранее объема доступных ресурсов некоторые предложения исключаются.

Шаг 3. Те задачи и проекты, которые были одобрены, подлежат более тщательному планированию. На этом шаге выбирается проектная команда, вырабатывается план.

Шаг 4. Мониторинг исполнения задач и инициатив и оценка их вклада в глобальные стратегические цели.

Существует шесть важных областей управленческой деятельности, которые, будучи проникнуты стоимостным мышлением, помогают компании сосредоточить усилия на создании стоимости.

Этап 4. Разработка методического инструментария системы финансового управления стоимостью.

Предлагаемая стоимостно-ориентированная система показателей выступает в качестве методического обеспечения системы управления стоимостью.

Для этого устанавливаются целевые ориентиры значений показателей стоимости и на основе полученных значений происходит анализ плана и факта достижения целевых значений, выявляются факторы, которые послужили препятствием для достижения целевых значений выбранных показателей стоимости.

В параграфе 2.2 была приведена классификация и методика расчета показателей стоимости, достижение целевых значений которых позволяет достигнуть стратегических задач с использованием кадрового обеспечения, описанного в Этапе 4.

Этап 5. Определение органов, ответственных за выполнение стратегической цели.

Добывающая компания ставит перед собой стратегические задачи и достигает их путем целенаправленного достижения целевых значений показателей.

Для этого совет директоров устанавливает стратегические цели, а стратегический менеджмент обеспечивает достижение и мониторинг достижения поставленных целей.

На сегодняшний день управление стоимостью не должно осуществляться только топ-руководством компании. Для достижения эффективного управления необходимо задействовать руководителей и среднего и низшего звеньев. Это достигается благодаря распределению стратегических задач и инициатив на различные уровни управления исходя из предположений о том, на каком уровне данная цель и задача будут решены максимально эффективно.

В компании, решившей начать процесс управления стоимостью, на каждом организационном уровне должны быть поняты причины проводимых изменений.

Каждый сотрудник должен понимать суть стратегии и план для ее достижения.

Стратегический совет включает совет директоров и топ менеджмент компании и определяет глобальные ориентиры компании, определяет приоритеты и утверждает стратегию, за исполнением которой впоследствии осуществляет контроль.

Функцией стратегического комитета является оперативный контроль внедрения и использования системы управления стоимостью.

Стратегический комитет отвечает за тактические и оперативные решения. В состав данного комитета входит в основном топ-менеджмент компании и руководители подразделений.

Стратегический менеджмент находится на уровне ниже стратегического комитета и отвечает за координацию внедрения системы управления стоимостью, обеспечивает методологическое и информационное обеспечение и состоит из специалистов по бизнес-подразделениям.

Проектная (рабочая группа) исполнителей стратегии отвечает за трансляцию стратегических целей на бизнес компании. В данную группу входят специалисты, эксперты и прочие сотрудники, участвующие в ключевых процессах бизнеса.

Данная группа отчитывается перед вышестоящими группами о достижении тех или иных показателей, связанных с внедряемым механизмом управления стоимостью посредством предоставления информации, расчета фактических показателей.

Описание функций участников системы управления стоимостью представлено в приложении И.

Этап 6. Составление календаря управления стоимостью (мероприятия, промежуточный контроль, анализ результатов, финальный анализ достижения цели).

Компания выбирает отчетную дату, по состоянию на которую будет проведена оценка достижения стратегических целей и инициатив, проводит

анализ успешности достижения стратегической цели и делает соответствующие выводы.

Этап 7. Определение формы отчетных документов.

В качестве системы контроля над исполнением целей предлагаем использовать таблицу с набором рассчитанных показателей, формируемую до и после использования системы управления стоимостью.

Пример краткого отчета, составляемого в рамках контроля над достижением стратегических целей посредством анализа изменения ключевых показателей стоимости представлен ниже на примере компании «СУЭК», занимающейся добычей, переработкой и продажей угля.

Пример расчета показателей в рамках системы контроля над исполнением целей представлен в параграфе 2.2.

Этап 8. Контроль и анализ исполнения поставленных целей.

Так же проводится анализ действий ключевых персон, осуществляющих процесс управления стоимостью. Проводится анализ действий топ-менеджмента головной компании и подразделений, на основе чего происходит осуществление поощрений сотрудников, либо при наличии периодически повторяющихся в разных периодах недостижения целевых показателей производится более детальный анализ на всех ступенях процессов, задействованных в создании стоимости.

В том случае, когда стратегической целью была выбрана максимизация стоимости компании, происходит оценка стоимости бизнеса (возможно с привлечением сторонней консалтинговой компании).

Далее анализируются факторы, повлиявшие на изменение стоимости, по результатам чего вносятся корректировки в стратегические инициативы, пересматриваются целевые значения показателей.

Результатом данного этапа является вывод об успешности либо не успешности внедренной системы управления стоимостью и последующие рекомендации для улучшения результатов.

3.2 Управление стоимостью добывающих компаний на основе системы стоимостных показателей

Для демонстрации реализации внедрения системы управления стоимостью, описанного выше, приведем результаты использования стоимостной системы показателей на примере добывающих компаний «СУЭК», «ХК СДС-Уголь», «Сибуглемет», занимающихся добычей, переработкой и продажей угля.

Далее будут описаны результаты применения предлагаемой системы стоимостных показателей в рамках внедрения системы управления стоимостью. Результатом применения воздействия на выявленные в процессе анализа финансовые факторы привело к росту стоимости компаний.

В части анализа был использован метод имитационного моделирования Монте-Карло, позволяющий проводить анализ с большим количеством варьируемых переменных, включающих входящие данные для расчета стоимостных показателей.

Анализ проводился исходя из того, что для анализируемых компаний были поставлены следующие стратегические цели:

- рост стоимости компании;
- улучшение финансовых и операционных показателей компании;
- рост прибыльности компании;
- повышение доходности инвестиций;
- увеличение доли рынка и достижение лидерства на рынке.

Как было отмечено ранее, между стратегическими целями наблюдается существенная взаимосвязь и при достижении каждой из них автоматически будет наблюдаться прогресс в достижении остальных.

Как уже отмечалось, для проверки гипотезы о том, что предлагаемая система показателей при эффективном управлении дает рост стоимости компаний, был проведен анализ чувствительности.

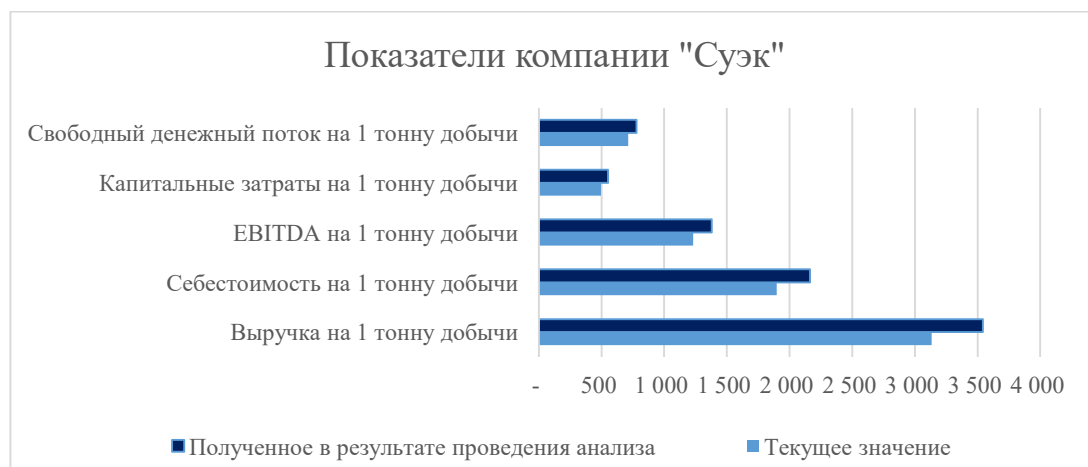
Результаты анализа представлены в таблицах 3.1-3.3.

Таблица 3.1 – Расчет показателей стоимости компании «СУЭК»

| Показатель | Значение показателя без использования системы управления стоимостью | Значение показателя после использования системы управления стоимостью |
|--|---|---|
| Показатели стоимости и прибыльности | | |
| Индекс устойчивого роста добывающей компании, % | 0,4 | 0,6 |
| EVA, млн руб. | 513 267 | 615 921 |
| EV (Enterprise value), млн руб. | 564 808 | 660 825 |
| Операционная прибыль млн руб. | 92 402 | 103 490 |
| Рентабельности EBITDA, % | 34,3 | 40,2 |
| ROIC, % | 21,8 | 24,0 |
| Удельные показатели | | |
| Выручка на 1 тонну добычи, руб. | 3 134 | 3 541 |
| Себестоимость на 1 тонну добычи, руб. | 1 898 | 2 164 |
| EBITDA на 1 тонну добычи, руб. | 1 232 | 1 380 |
| Капитальные затраты на 1 тонну добычи, руб. | 497 | 551 |
| Свободный денежный поток на 1 тонну добычи, руб. | 714 | 778 |

Источник: рассчитано автором.

На рисунке 3.2 графически представлены результаты проведенного анализа.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.2 – Результаты анализа показателей компании «Суэк»

Таблица 3.2 – Расчет показателей стоимости компании «СДС-Уголь»

| Показатель | Значение показателя без использования системы управления стоимостью | Значение показателя после использования системы управления стоимостью |
|--|---|---|
| Индекс устойчивого роста добывающей компании, % | 0,2 | 0,3 |
| EVA млн руб. | 10 052 | 11 057 |
| EV (Enterprise value) млн руб. | 155 374 | 170 911 |
| Операционная прибыль млн руб. | 13 381 | 14 719 |
| Рентабельности EBITDA, % | 20,8 | 22,9 |
| ROIC, % | 53,0 | 58,3 |
| Выручка на 1 тонну добычи, руб. | 7 297 | 8 027 |
| Себестоимость на 1 тонну добычи, руб. | 6 445 | 7 090 |
| EBITDA на 1 тонну добычи, руб. | 852 | 937 |
| Капитальные затраты на 1 тонну добычи, руб. | 227 | 250 |
| Свободный денежный поток на 1 тонну добычи, руб. | 555 | 611 |

Источник: рассчитано автором.

На рисунке 3.3 графически представлены результаты проведенного анализа.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.3 – Результаты анализа показателей компании «СДС-Уголь»

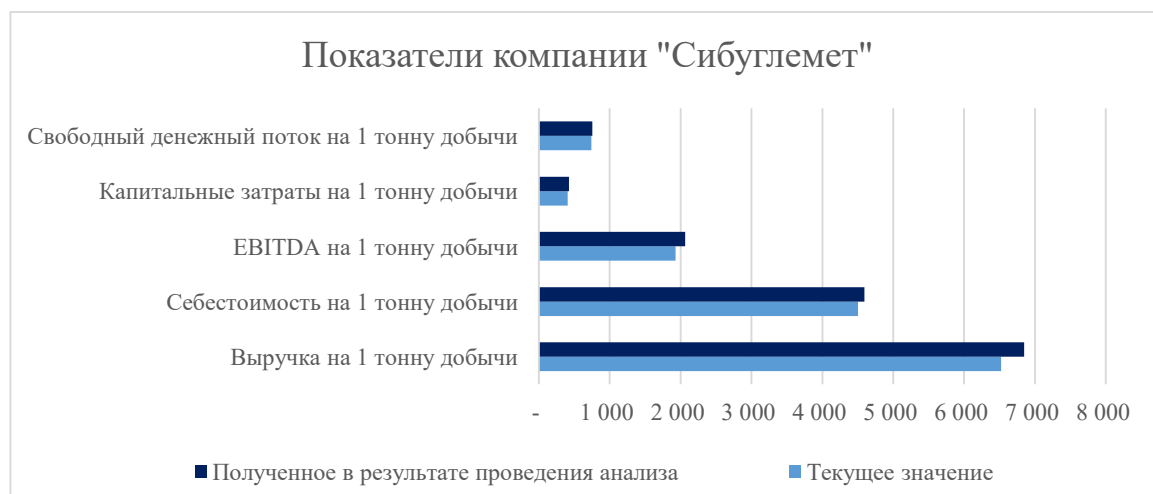
Расчет показателей компании «Сибуглемет» представлен в таблице 3.3.

Таблица 3.3 – Расчет показателей стоимости компании «Сибуглемет»

| Показатель | Значение показателя без использования системы управления стоимостью | Значение показателя после использования системы управления стоимостью |
|--|---|---|
| Индекс устойчивого роста добывающей компании, % | 0,4 | 0,5 |
| EVA, млн руб. | 28 771 | 34 526 |
| EV (Enterprise value), млн руб. | 98 057 | 107 863 |
| Операционная прибыль, млн руб. | 36 836 | 40 519 |
| Рентабельности EBITDA, % | 61,7 | 69,1 |
| ROIC, % | 65,0 | 74,7 |
| Выручка на 1 тонну добычи, руб. | 6 520 | 6 846 |
| Себестоимость на 1 тонну добычи, руб. | 4 504 | 4 595 |
| EBITDA на 1 тонну добычи, руб. | 1 928 | 2 063 |
| Капитальные затраты на 1 тонну добычи, руб. | 409 | 425 |
| Свободный денежный поток на 1 тонну добычи, руб. | 741 | 756 |

Источник: рассчитано автором.

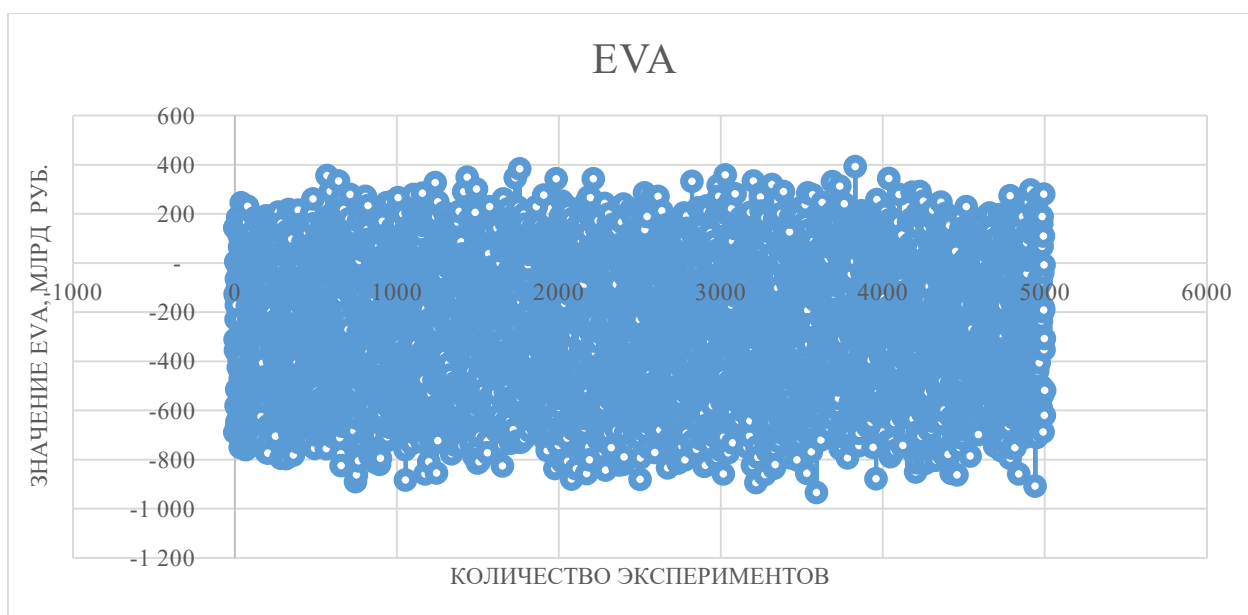
На рисунке 3.4 представлены результаты проведенного анализа по компании «Сибуглемет».



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.4 – Результаты анализа показателей компании «Сибуглемет»

Графическое представление значений экономической добавленной стоимости (EVA) в результате осуществленного имитационного моделирования представлены на рисунке 3.5.



Источник: рассчитано автором.

Рисунок 3.5 – Графическое представление значений экономической добавленной стоимости (EVA)

В соответствии с полученными данными можно сделать следующие **ВЫВОДЫ:**

- динамика рассматриваемых показателей положительная;
- стратегические цели достигнуты;
- наблюдается положительная корреляция между рассчитываемыми

показателями.

Стратегические цели компаний были достигнуты благодаря:

- оптимизации ключевых бизнес-процессов, повлекшее за собой улучшение операционных показателей;
- улучшения финансовых показателей, ставшее возможным благодаря реализации финансовой стратегии, основанной на стоимости;
- прочие изменения, такие, как снижение текучести кадров, повышение квалификации персонала, корпоративная открытость, корпоративное управление и прозрачность компании так же способствовали достижению стратегической цели роста стоимости компании.

Об эффективности использования предложенной системы стоимостных показателей в качестве системы управления стоимостью можно судить и по росту показателя EVA, а также стоимости компаний (EV), рассчитанной с

использованием доходного подхода методом дисконтированных денежных потоков (DCF). Значения стоимостных показателей, позволяющих измерить степень достижения стратегических целей позволяют сделать вывод об эффективности применения системы управления стоимостью.

Дополнительно нами были рассчитаны показатели корреляции между показателями, измеряющим степень достижения компаниями своих стратегических целей и показателями стоимости.

Результаты расчетов представлены в таблице 3.4.

Таблица 3.4 – Анализ коэффициентов корреляции показателей анализируемых компаний добывающей отрасли

В процентных пунктах

| Показатель | Коэффициенты корреляции компании «СУЭК» | Коэффициенты корреляции компании «СДС-Уголь» | Коэффициенты корреляции компании «Сибуглемет» |
|--|---|--|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| EVA / Индекс устойчивого роста добывающей компании | 0,9324 | 0,9301 | 0,9201 |
| EVA / Операционная прибыль | 0,9578 | 0,9431 | 0,9324 |
| EVA / Рентабельности EBITDA | 0,9601 | 0,8601 | 0,9348 |
| EVA / Выручка на 1 тонну добычи | 0,9071 | 0,8118 | 0,9371 |
| EVA / Себестоимость на 1 тонну добычи | 0,9177 | 0,9165 | 0,7514 |
| EVA / EBITDA на 1 тонну добычи | 0,8324 | 0,9301 | 0,7537 |
| EVA / Капитальные затраты на 1 тонну добычи | 0,8371 | 0,9348 | 0,9348 |
| EVA / Свободный денежный поток на 1 тонну добычи | 0,8395 | 0,8371 | 0,7284 |
| EV (Enterprise value) / Индекс устойчивого роста добывающей компании | 0,8407 | 0,6514 | 0,7307 |

Продолжение таблицы 3.4

| | | | |
|---|--------|--------|--------|
| EV (Enterprise value) / Операционная прибыль | 0,8431 | 0,6561 | 0,7331 |
| EV (Enterprise value) / Рентабельности ЕВITDA | 0,9371 | 0,9395 | 0,7354 |
| EV (Enterprise value) / Выручка на 1 тонну добычи | 0,7431 | 0,7478 | 0,8631 |
| EV (Enterprise value) / Себестоимость на 1 тонну добычи | 0,7454 | 0,7655 | 0,9201 |
| EV (Enterprise value) / ЕВITDA на 1 тонну добычи | 0,7478 | 0,7678 | 0,9324 |
| EV (Enterprise value) / Капитальные затраты на 1 тонну добычи | 0,7501 | 0,7701 | 0,9348 |
| EV (Enterprise value) / Свободный денежный поток на 1 тонну добычи | 0,9525 | 0,9725 | 0,9371 |

Источник: рассчитано автором.

Исходя из высоких значений полученных коэффициентов корреляции можно сделать выводы о наличии существенной взаимосвязи анализируемых показателей.

В таблице 3.5 представлены источники экономического эффекта.

Таблица 3.5 – Источники экономического эффекта

| Экономия на затратах | Дополнительные источники дохода |
|---|---|
| 1 | 2 |
| Оптимизированная схема управления, позволяющая сократить ресурсы благодаря четким стратегическим ориентирам, наличия информационного, методического и кадрового обеспечения | Ввиду роста стоимости компании и лучших оценок со стороны отраслевых аналитиков появляется возможность привлекать заемный капитал на более выгодных условиях, в глазах инвесторов и покупателей компания выглядит более привлекательно благодаря наличию системы управления стоимостью, включающего систему стоимостных показателей |
| Сокращение некоторых проектов, ведение которых приводит к большим затратам, а так же проектов, не направленных на поддержку стратегических целей | Рост добавленной стоимости добываемого сырья позволяет добиваться стратегических целей, таких как рост объемов продаж, рост количества рынков сбыта, приводящих к росту стоимости |
| Рост возможности успешно реализовывать стратегические цели в условиях отсутствия дополнительных затрат благодаря эффективному планированию | Поэтапное достижение стратегических целей, соответствующих карте целей компании позволяет компании более успешно приспосабливаться к изменениям внешних факторов (макроэкономической обстановке и т.д.) |

Источник: составлено автором.

Ниже описан алгоритм проведения расчетов.

Результаты моделирования (т.е. EVA проекта или другой показатель) рассчитываются и сохраняются для каждого имитационного эксперимента.

Каждый имитационный эксперимент - это случайный сценарий.

Количество имитационных экспериментов или случайных сценариев должно быть достаточно велико, чтобы сделать выборку репрезентативной по отношению к бесконечному числу возможных комбинаций.

Размер случайной выборки n зависит от количества переменных в модели, от диапазона значений риск-переменных и от желаемой точности получения результатов.

Финальным этапом процесса анализа являются анализ и интерпретация результатов, полученных на этапе имитации.

Анализ результатов имитационного моделирования можно разделить на два типа: графический анализ и анализ количественных показателей.

При этом будем исходить из предположения, что все ключевые переменные имеют равномерное распределение вероятностей. После генерации варьируемых параметров нетрудно рассчитать соответствующие параметры распределения и провести вероятностный анализ.

Первым этапом имитации значений ключевых факторов EVA стало определение ключевых изменяемых параметров и параметров, значение которых было принято не изменять. Кроме изменяемых и постоянных значений в модели так же присутствуют показатели, значения которых собираются формулой из изменяемых и фиксированных переменных. Это, например, значения Выручки, EBITDA, EBIT, EBT, налога на прибыль, NOPAT, а также значение самого результирующего показателя – EVA.

Значение средневзвешенной стоимости капитала фиксировано, что является допущением, несмотря на то, что при изменении таких параметров, как собственный капитал и долгосрочный долг, показатель WACC рассчитан исходя из соотношения долга и собственного капитала среднему по отрасли. В связи с этим фиксирование значения средневзвешенной стоимости капитала на уже рассчитанном ранее значении будет оправданно.

Ключевыми варьируемыми параметрами модели являются: собственный капитал, краткосрочные займы и кредиты, долгосрочные займы и кредиты, реализация угля, доход от ассоциированных и совместных предприятий, Производственные и операционные расходы, Стоимость приобретенной нефти, газа, нефтепродуктов и услуг по переработке, Общехозяйственные и административные расходы, Затраты, связанные с разведкой запасов нефти и газа, Финансовые доходы, Финансовые расходы. Варьируемость параметров была определена как среднеквадратическое отклонения выбранных переменных от их среднего значения за последние четыре года. Именно

минимальное и максимальное значение каждого показателя были приняты как границы разброса вариантов данных переменных. Полагаем, что достижение определенного значения показателей, расположенного в данном интервале, а также комбинация варьируемых переменных, позволят получить оптимальное значение результирующего показателя, а именно экономической добавленной стоимости (EVA).

Ключевыми неизменяемыми параметрами модели были приняты цены на уголь и расходы на транспортировку, налоги, кроме налога на прибыль, экспортная пошлина, износ, истощение и амортизация, прочие доходы, прочие расходы, курсовые разницы, а также реализованные курсовые разницы по инструментам управления курсовым риском.

Неизменяемость параметров (фиксирование значений) в модели обусловлено тем, что они слабо контролируются руководством. В результате проведенного моделирования были получены целевые показатели факторов стоимости компании, при достижении которых будет достигнута максимизация стоимости компаний.

Стоит отметить, что достижение заданных целевых показателей является одной из возможных тактических задач и может привести к падению стоимости компании в будущем, так как будет снижен объем инвестирования в компанию. В стратегических приоритетах компании рост капитальных вложений, с учетом капиталоемкости отрасли, является обязательным фактором роста стоимости компании.

Именно поэтому важно придерживаться баланса между максимизацией стоимости в краткосрочной перспективе и ростом капитальных вложений в будущем.

В заключение отметим, что для успешного внедрения системы управления стоимостью в компании должны быть налажены соответствующие управленческие процессы, к которым относятся планирование, контроль, выработка целевых значений показателей, оценка результативности принимаемых мер.

Выводы по главе 3

В данной главе была представлена разработанная методика внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании. Предлагаемая методика представляет собой поэтапный план внедрения системы финансового управления стоимостью в компаниях добывающего сектора, целью которого является рост стоимости бизнеса.

Было отмечено, что для работы системы управления стоимостью требуется наличие таких его элементов, как наличие разработанной стратегической карты, кадровое обеспечение, методическое обеспечение (система стоимостных показателей, методика их расчета и применения), система контроля над достижением целей.

Методика финансового управления стоимостью компании была описана в виде последовательных этапов и шагов. На начальном этапе предлагается оценить текущее положение компании с целью постановки стратегических целей. Последующие этапы подразумевают контроль и анализ выполнения поставленных целей.

Использование данной методики направлено на достижение главной стратегической цели – роста стоимости компании.

Анализ применения управления стоимостью добывающих компаний на основе системы стоимостных показателей был апробирован на примере компаний «СУЭК», «ХК СДС-Уголь», «Сибуглемет», занимающихся добычей, переработкой и продажей угля.

На основании проведенных расчетов было выявлено, что динамика рассматриваемых показателей была положительной, стратегическая цель по росту стоимости компании была достигнута. Дополнительно были рассчитаны показатели корреляции между показателями, измеряющим степень достижения компаниями стратегической цели по росту стоимости и показателями стоимости и был сделан вывод о их существенной взаимосвязи.

Таким образом, проведенное исследование доказало эффективность использования системы финансового управления стоимостью для достижения стратегической цели по росту стоимости компании.

Заключение

Концепция управления стоимостью находит широкое применение в деятельности акционерных компаний, которые являются неотъемлемой частью экономики России.

При этом актуальность эффективного управления стоимостью компании непрерывно возрастает ввиду глобализации, значительного усложнения бизнес-среды, появления новых рисков, ускорения научно-технического прогресса и т.п.

В этой связи важнейшее значение приобретают исследования, направленные на развитие и совершенствование финансового управления стоимостью компаний.

Внедрение системы финансового управления стоимостью предполагает разработку и реализацию ключевых элементов, к которым относятся методическое, кадровое, информационное и другие виды обеспечения, а также модели и методики методики расчета показателей эффективности, как классических, так и предложенных для компаний добывающего сектора

Несмотря на широкое применение концепции стоимостного управления бизнесом, исследование показало отсутствие какого-либо общепризнанного определения понятия «системы финансового управления стоимостью».

Выявлены основные проблемы, препятствующие эффективному внедрению концепции и системы VBM в практику российских компаний, которые условно можно разделить на общие и вызванные особенностями российской бизнес-среды.

Настоящее исследование посвящено развитию системы управления стоимостью в добывающих компаниях, занимающих значительную долю в ВВП нашей страны.

Методика финансового управления стоимостью компании была описана в виде последовательных этапов и шагов.

В рамках развития системы финансового управления стоимостью в данной работе были получены следующие результаты:

1) Раскрыта сущность понятия «система финансового управления стоимостью компании»; выявлены и классифицированы ее ключевые элементы: объекты и субъект, система показателей оценки, модели оценки эффективности управления и оценки влияния управленческих решений на рост стоимости компании, стратегическая карта целей, методика внедрения системы управления стоимостью.

2) Предложены классификация и методика выбора показателей стоимости по признаку соответствия стратегическим целям добывающей компании, позволяющая решить проблему их разнонаправленности с точки зрения целей и задач управления стоимостью. Выделенные показатели объединены в следующие блоки: показатели прибыльности, показатели стоимости, финансовые и операционные показатели, показатели конкурентных преимуществ, показатели персонала. Каждому показателю стоимости соответствует стратегическая цель, позволяющая осуществить его выбор в зависимости от положений стратегии компании. Реализация запланированных с помощью системы показателей процессов и инициатив, по сути, представляет собой реализацию стратегии максимизации стоимости.

3) Разработана модель оценки эффективности управления стоимостью добывающей компании, учитывающая финансовые (*себестоимость к выручке, амортизация к совокупным расходам и другие*) и нефинансовые (*уровень износа основных активов, квалификация кадров и другие*) факторы. Предлагаемая модель позволяет произвести анализ эффективности управления на основе рейтинговой системы оценки и оценить эффективность управленческой деятельности, направленной на рост стоимости бизнеса.

4) Предложена модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса. Предлагаемая модель учитывает прирост стоимости от принятия управленческих решений. Разработан индекс устойчивого роста

добывающей компании, являющийся комплексным показателем для оценки качественного роста стоимости компаний добывающего сектора и учитывающий основной драйвер их роста – рентабельность продажи одной тонны добытого сырья.

5) Предложена стратегическая карта целей добывающей компании, направленная на достижение роста стоимости, представляющая собой систему задач, соответствующих выбранной стратегической цели, а также стратегических инициатив – шагов, направленных на достижение цели и позволяющая решать задачи стратегического управления, направленного на максимизацию стоимости бизнеса. Предлагаемая карта является развитием подхода Д. Нортон и Р. Каплана путем добавления к четырем перспективам (финансы, клиенты, процессы, обучение и рост) пятой перспективы – конъюнктура рынка и риски компании.

6) Разработана методика внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании. Предлагаемая методика представляет собой поэтапный план внедрения системы финансового управления стоимостью в компаниях добывающего сектора, целью которого является рост стоимости бизнеса.

Исследование показало, что при использовании концепции управления стоимостью компании происходит рост эффективности, снижение затрат, рост рентабельности, стабилизация денежных потоков, рост оборачиваемости по сравнению с теми компаниями, которые не привержены концепции управления стоимостью.

Рекомендации об использовании полученных результатов, предложенные в рамках диссертационного исследования разработки будут способствовать повышению эффективности реализации концепции управления стоимостью в добывающих компаниях.

Результаты и выводы диссертационного исследования могут быть использованы для совершенствования системы управления стоимостью в российских добывающих компаниях с целью ее максимизации.

Апробация предложенной системы управления стоимостью на действующих компаниях добывающего сектора показала его эффективность и целесообразность дальнейшего использования.

Список сокращений и условных обозначений

В настоящей диссертации применяются следующие сокращения и обозначения:

МСО – международные стандарты оценки

МСФО – международные стандарты финансовой отчетности

НИОКР – Научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы

п.п. – Процентный пункт

ФЗ – федеральный закон

СЕ – сумма инвестированного капитала, то есть сумма всех активов, которыми управляет предприятие

CFROI – внутренняя норма дохода по существующим инвестициям

СVA – денежная добавленная стоимость

EP – экономическая прибыль

EV – стоимость бизнеса

EVA – экономическая добавленная стоимость

FCF – свободный денежный поток

IC – инвестированный капитал

MVA – рыночная добавленная стоимость

NOPAT – чистая операционная прибыль после налогообложения;

NPV – чистая приведенная стоимость

PwC – компания PricewaterhouseCoopers

REVA – усовершенствованная экономическая добавленная стоимость

RI – остаточная чистая прибыль компании

ROIC – рентабельность инвестированного капитала

SVA – акционерная добавленная стоимость

TRB – Модель полного дохода и бизнеса

TSR – Модель полного дохода для акционеров

US GAAP – национальные стандарты бухгалтерского учёта США

VBM – Value Based Management

WACC – средневзвешенная стоимость капитала

Список литературы

Нормативно-правовые акты

1. Российская Федерация. Законы. Об акционерных обществах : федеральный закон [принят Государственной Думой 26 декабря 1995 № 208-ФЗ (редакция от 02.06.2016)]. - Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: - Текст : электронный. - URL : http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190723. (дата обращения: 05.12.2019).

2. Российская Федерация. Законы. О банках и банковской деятельности: федеральный закон [принят Государственной Думой 02 декабря 1990 № 395-ФЗ (редакция от 31.12.2017)]. - Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: - Текст : электронный. - URL : http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190723. (дата обращения: 08.01.2019).

3. Российская Федерация. Законы. О бухгалтерском учете : федеральный закон [принят Государственной Думой 06 декабря 2011 № 402-ФЗ (редакция от 23.05.2016)]. - Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: - Текст : электронный. - URL : http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190723. (дата обращения: 10.10.2019).

4. Российская Федерация. Законы. Об обществах с ограниченной ответственностью : федеральный закон [принят Государственной Думой 08 февраля 1998 № 14-ФЗ (редакция от 01.02.2018)]. - Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: - Текст : электронный. - URL : http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190723. (дата обращения: 10.10.2019).

Книги, сборники, монографии, диссертации

5. Абрамов, В. С. Стратегический менеджмент. Часть 1. Сущность и содержание : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры /

В.С. Абрамов, С. В. Абрамов ; под редакцией В.С. Абрамова. – Москва : Издательство Юрайт, 2017. – 270 с. – ISBN 978-5-9916-7127-9.

6. Барулина, Е.В. Управление стоимостью компаний: финансовый контроллинг, менеджмент, информационно-сервисное обеспечение : монография / Е.В. Барулина [и другие] – Москва : Русайнс, 2016. – 255 с. – 500 экз. - ISBN отсутствует.

7. Берзон, Н.И. Финансовый менеджмент: учебник / Н.И. Берзон – Москва : КноРус, 2016. – 649 с. – ISBN 978-5-406-01228-4.

8. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. – Калуга : Эльга, Ника-Центр, 2007. – 624 с. – ISBN отсутствует.

9. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс; перевод с английского Н.Н. Барышниковой. – 3-е издание, стереотип. – Москва : Издательство «Олимп-Бизнес», 2016. – 1008 с. - ISBN отсутствует.

10. Бровкина, Н.Д. Основы финансового контроля : учебное пособие / Н.Д. Бровкина ; под редакцией М. В. Мельник. – Москва : Магистр, 2011. – 384 с. – ISBN 978-5-9776-0014-9.

11. Ванхорн, Д.С. Основы финансового менеджмента / Д.С. Ванхорн, Д.М. Вахович: перевод с английского – Москва : ООО «И.Д. Вильяме», 2008. – 1232 с. – ISBN отсутствует.

12. Волошин, Д.А. Искажение корпоративной отчетности: выявление, противодействие и профилактика : монография / Д.А. Волошин. – Москва : РИОР: ИНФРА-М, 2016. – 156 с. – 390 экз. – ISBN отсутствует.

13. Грушенко, В.И. Стратегии управления компаниями. От теории к практической разработке и реализации : учебное пособие / В.И. Грушенко. – Москва : ИНФРА-М, 2014. – 336 с. - ISBN 978-5-16-006721-6.

14. Гусев, А.А. Стоимость бизнеса в системе стратегических управленческих решений: монография / А.А. Гусев. – Москва : РИОР: ИНФРА- М, 2015. – 167 с. – 500 экз. – ISBN отсутствует.

15. Дергачева, С.Н. Корпоративный финансовый контроль в агроформированиях : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание степени кандидата экономических наук / Дергачева Светлана Николаевна. – Волгоград: Волгоградский государственный университет 2006. – 179 с. – Библиогр.: с. 130- 139.
16. Джевонс, У. Основы науки. Трактат о логике и научном методе / У. Джевонс. – Москва : Либриком, 2014. – 978 с. – ISBN 5-230-04320-2.
17. Дроненко, Д.М. Теория организации: учебное пособие / Д.М. Дроненко. – Волгоград : Волгоградский государственный университет, 2004. - 59 с. – ISBN отсутствует.
18. Егиян, А.Н. Финансовый контроль в управлении коммерческой деятельностью корпорации : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание степени кандидата экономических наук / Егиян Арам Новикович; Кубанский государственный университет. – Краснодар, 2014. – 165 с. – Библиогр.: с. 130-139.
19. Жуков, В.Н. Развитие системы внутреннего финансового контроля в транспортных корпорациях с государственным участием : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание степени кандидата экономических наук / Жуков Владимир Николаевич; Московский Государственный Университет. – Москва, 2018. – 393 с. – Библиогр.: с. 121-124.
20. Жуков, В.Н. Система внутреннего финансового контроля в корпорациях: содержание и инструменты моделирования : монография / В.Н. Жуков. – Москва : ИНФРА-М, 2016. – 212 с. – 500 экз. – ISBN отсутствует.
21. Зайцев, Л.Г. Стратегический менеджмент: учебник / Л.Г. Зайцев, М.И. Соколова. – 2-е издательство, переработанное и дополненное – Москва : Магистр, 2008. – 526 с. – ISBN 5-98118-022-6.

22. Золотарев, В.С. Финансовый менеджмент: учебник / В.С. Золотарев; [и другие] – Москва : КноРус, 2015. – 519 с. – ISBN 978-5-406-04962-4.
23. Зудилин, А.П. Финансовый контроль : учебное пособие / А.П. Зудилин. – Москва : Издательство РУДН, 2000. – 124 с. – ISBN 5-209-01047-3.
24. Ивашковская, И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров : монография / И.В. Ивашковская. – Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2016. – 432 с. – 430 экз. – ISBN отсутствует.
25. Исмагилов, Ш.И. Оценка эффективности деятельности промышленных холдингов в системе стратегического управления : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание степени кандидата экономических наук / Исмагилов Шамиль Ильдарович; Казанский государственный университет. – Казань, 2007 - 237 с. – Библиогр.: с. 121-124.
26. Казакова, Н.А. Финансовый контроллинг в холдингах : монография Н.А. Казакова, Е.А. Хлевная, А.А. Ангеловская. – Москва : ИНФРА-М, 2016. – 237 с. – 400 экз. – ISBN 978-5-16-011525-2.
27. Ковалев, В.В. Анализ хозяйственной деятельности организации / В.В. Ковалев. – Москва : Издательство Проспект, 2010. – 424 с. – ISBN 5-902171-42-3.
28. Когденко, В.Г. Корпоративная финансовая политика : монография / В.Г. Когденко. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2014. – 615 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-238-02515-5.
29. Каплан, Р. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Р. Каплан, Д. Нортон. – Москва : Олимп-Бизнес, 2017. – 320 с. – ISBN отсутствует.

30. Корнеева, Т.А. Корпоративный и управленческий контроль в системе функций менеджмента : монография / Т.А. Корнеева. – Москва : Компания Спутник+, 2006. – 342 с. – 300 экз.– ISBN отсутствует.
31. Коупленд, Т. Стоимость компаний / Т. Коупленд – Москва : Экономика, 2008. – 576 с. – ISBN отсутствует.
32. Кучковская, Н.В. Механизмы обеспечения финансовой устойчивости организаций / Н.В. Кучковская // Форум. Серия : гуманитарные и экономические науки. – 2017. – № 2 (11). – ISSN 2413-0753.
33. Леонтьев, В.Е. Корпоративные финансы : учебник для академического бакалавриата / В.Е. Леонтьев, В.В. Бочаров, Н.П. Радковская. – 3 - е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2017. – 354 с. – ISBN 978-5-534-04842-1.
34. Лукасевич, И.Я. Прогнозирование финансовых кризисов: методы, модели, индикаторы / И.Я. Лукасевич, Е.А. Федорова. – Москва : ИНФРА-М, 2015. – 125 с. – ISBN 978-5-9558-0443-9.
35. Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент : учебник / И.Я. Лукасевич. – 2-е издание. – Москва : Эксмо, 2010. – 768 с. – ISBN отсутствует.
36. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии / К. Маркс – 3 - е издание. – Москва : Эксмо, 2017. – 1200 с. – ISBN отсутствует.
37. Маршалл, А. Принципы экономической науки / А. Маршалл – 2 - е издание. – Москва : Прогресс, 2016. – 416 с. – ISBN отсутствует.
38. Морозко, Н.И. Финансовый менеджмент / Н.И. Морозко, В.Ю. Диденко – Москва : ИНФРА-М, 2013. – 224 с. – ISBN 978-5-16-005786-6.
39. Никитина, Н.В. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Н.В. Никитина. – Москва : КноРус, 2016. – 328 с. – ISBN 978-5-390-00329-9.
40. Ребрин, Ю.И. Управление качеством: учебное пособие. – Таганрог : Издательство ТРТУ, 2004. - 174 с– ISBN отсутствует.

41. Рикардо, Д. Начала политической экономии и налогового обложения / Д. Рикардо. – Москва : Эксмо, 2016. – 1040 с. – ISBN отсутствует.
42. Сафронова, Г.П. Финансовая структура корпорации и контроль центров финансовой ответственности: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание степени кандидата экономических наук / Сафронова Галина Петровна; Волгоградский государственный университет – Волгоград, 2008. – 201 с. – Библиогр.: с. 121-124.
43. Серебрякова, Т.Ю. Риски организации и внутренний экономический контроль / Т.Ю. Серебрякова. – Москва : ИНФРА-М, 2016. – 111 с. – ISBN отсутствует.
44. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент. Теория и практика: учебник / Е.С. Стоянова. – 6-е издание. – Москва : Издательство «Перспектива», 2010. – 656 с. – ISBN отсутствует.
45. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – 3-е издание. – Москва : Азбука-Аттикус, 2019. – 600 с. – ISBN отсутствует.
46. Токун, Д.М. Система внутрифирменного финансового контроля в организации телекоммуникационной отрасли : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание степени кандидата экономических наук / Токун Дмитрий Михайлович; Московский государственный университет – Москва, 2009. – 155 с. – Библиогр.: с. 131-133.
47. Турищева, Т.Б. Внутренний контроль и аудит. Теория и практика применения в финансово-хозяйственной деятельности организации: монография / Т. Б. Турищева. – Москва : ИТКОР, 2012. – 132 с. – 300 экз. – ISBN отсутствует.
48. Туркина А.Е. Риск-ориентированный внутренний контроль и его интеграция в систему управления рисками в коммерческом банке: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание степени кандидата экономических наук / Туркина

Анна Евгеньевна; Московский государственный университет. – Москва, 2013. – 196 с. – Библиогр.: с. 144-145.

49. Химичева, Н.И. Финансовое право : учебник / Н.И. Химичева – 5-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Норма : ИНФРА-М, 2013. – 752 с. – ISBN отсутствует.

50. Фирдаров, Е.В. Финансы : учебник / Е.В. Фирдаров. – 2-е издание. — Москва : КНОРУС, 2014. — 432 с. – ISBN отсутствует.

51. Фридман, А.М. Финансы организации (предприятия) : учебник / А.М. Фридман. – 2-е издание. – Москва : Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2013. – 488 с. – ISBN отсутствует.

52. Хайдарова, М.А. Управленческий финансовый контроль и внутрихозяйственный аудит в коммерческих организациях : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание степени кандидата экономических наук / Хайдарова Мавзуна Ашуровна; Московский государственный университет. - Москва, 2002. – 159 с. – Библиогр.: с. 122-126.

53. Хлевная, Е.А. Система финансового контроллинга бизнес-процессов в промышленных холдингах : монография / Е.А. Хлевная. – Москва : ИНФРА-М, 2017. – 289 с. – 400 экз. – ISBN отсутствует.

54. Цупко, А.А. Организация внутрикорпоративного финансового контроля : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание степени кандидата экономических наук / Цупко Александр Александрович; Ивановский государственный химико-технологический университет. – Иваново, 2011. – 186 с. – Библиогр.: с. 132-135.

55. Шохин, Е.И. Финансовый менеджмент : учебник / Е.И. Шохин [и другие] – Москва : КноРус, 2012. – 475 с. – ISBN 978- 5-406055205.

56. Шпак, Н. А. Финансовый контроллинг как основа стратегического и оперативного планирования : монография / Н.А. Шпак. – Екатеринбург : ИЭ, 2006. – 150 с. – 300 экз. – ISBN отсутствует.

Периодические издания

57. Ангелина, И.А. Стратегический аудит в системе государственного финансового контроля / И.А. Ангелина // Теория и практика общественного развития. – 2013. – № 3. – С. 194 – 198. – ISSN отсутствует.
58. Березнев, С.В. Понятие «холдинг» в России: определение сущности и содержания / С.В. Березнев, М.А. Барышев // Мир экономики и управления. – 2012. – № 1. – С. 109 – 114. – ISSN отсутствует.
59. Булыгина, О.В. Синергия и эволюция информационных систем в управлении холдингом / О.В. Булыгина, А.А. Емельянов // Прикладная информатика. – 2016. – № 2. – С. 9-22. – ISSN отсутствует.
60. Варнякова, И.Ю. Корпоративный контроль и его роль в финансовом управлении затратами / И. Ю. Варнякова // Инновационное развитие экономики. – 2015. - № 4 (28). – С. 81 – 83. – ISSN отсутствует.
61. Вахрушина, М.А. Проблемы и перспективы развития российского управленческого учета / М.А. Вахрушина // Международный бухгалтерский учет. – 2014. - № 33. – С. 12 – 23. – ISSN отсутствует.
62. Древинг, С.Р. Формирование эффективной системы стратегического финансового контроля коммерческой организацией / С.Р. Древинг, В.В. Луговкин // Российский экономический интернет-журнал. – 2016. - № 1. – С. 12. – ISSN отсутствует.
63. Древинг, С.Р. Нефинансовые факторы формирования стоимости в системе финансового контроля стратегии развития холдинга / С.Р. Древинг // Финансы: теория и практика. – 2018. - № 6. – С. 32. – ISSN отсутствует.
64. Дуброва, М. Финансовое планирование и контроль в системе управления финансами интегрированных предпринимательских структур / М. Дуброва, Е. Вавилина //м РИСК: Ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. – 2012. – № 3. – С. 382-387. – ISSN отсутствует.

65. Дятлова, А.Ф. Теоретические основы экономической интеграции корпоративных агропромышленных формирований / А.Ф. Дятлова // Экономические науки. – 2011. – № 1. – С. 328-332. – ISSN отсутствует.
66. Евневич, М.А. Интегрированные бизнес группы в современной России: уточнение определения и классификация для целей управления / М.А. Евневич // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. – 2007. – № 1. – С. 174 – 177. – ISSN отсутствует.
67. Енхан, Ч. «Стратегический финансовый контроль» - новая концепция бюджетирования / Ч. Енхан // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. – 2009. - № 7. – С. 337 – 357. – ISSN отсутствует.
68. Иванов, О.Б. Принципы построения риск-ориентированной системы внутреннего контроля и аудита в крупной компании, корпорации, холдинге / О.Б. Иванов // Аудиторские ведомости. – 2013. – № 8. – С. 18 - 35. – ISSN отсутствует.
69. Ивашковская, И.В. Модель корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров / И.В. Ивашковская // Вестник Финансового университета. – 2010. - № 2. – С. 29 – 35. – ISSN отсутствует.
70. Ивашковская, И.В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании / И.В. Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2012. - № 1 (21). – С. 14 – 23. – ISSN отсутствует.
71. Каменева, Е.А. Внутренние факторы управления деловой активностью как инструменты роста стоимости компании / Е.А. Каменева // РИСК: Ресурсы, информация, снабжение конкуренция. – 2015. - № 4. – С. 320 – 328. – ISSN отсутствует.
72. Короткова, А.В. Организация контроля качества внутреннего аудита трансфертных финансовых результатов холдинга / А.В. Короткова // Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. – 2012. - № 4. – С. 118 – 122. – ISSN отсутствует.

73. Кувшинова, Е.И. Особенности системы внутреннего контроля в вертикально-интегрированных корпорациях пищевой промышленности / Е.И. Кувшинова // Транспортное дело России. – 2010. - № 125. – С. 104 – 106. – ISSN отсутствует.

74. Кузнецова, А.А. Модель управления ростом стоимости компании на основе стратегического анализа корпоративной стратегии / А.А. Кузнецова // Экономика и предпринимательство. – 2019. – № 3 (104). – С. 938 – 942. – ISSN 1999-2300.

75. Курлыкова, А.В. Разработка корпоративной стратегии на основе функциональных ориентиров компании / А.В. Курлыкова // Вестник Оренбургского государственного университета. – 2012. – № 8 (144). – С. 43 – 47. – ISSN отсутствует.

76. Литвиненко, А.Н. Организационно-правовые аспекты формирования на предприятии системы внутрихозяйственного финансового контроля / А.Н. Литвиненко, Л.К. Самойлова // Санкт-Петербургского университета МВД России. – 2017. – С. 70 – 77. – ISSN отсутствует.

77. Лихачева, О.Н. Финансовое планирование в российских компаниях: современные тенденции, проблемы и их решения / О.Н. Лихачева // Экономика и предпринимательство. – 2016. – № 11-4. – С. 846-849. – ISSN отсутствует.

78. Локтионов, Е.Г. Бухгалтерская (финансовая) и управленческая отчетность как информационная база внутреннего контроля предприятия / Е.Г. Локтионов // Вестник СамГУПС. – 2012. - № 3 (17). – С. 52 – 56. – ISSN отсутствует.

79. Лукасевич, И.Я. Анализ денежных потоков как инструмент стратегического управления бизнесом / И.Я. Лукасевич // Финансы. – 2016. – № 7. – С. 47-51. – ISSN отсутствует.

80. Любовцева, Е.Г. Место и роль внутреннего контроля в процессе управления организацией / Е.Г. Любовцева // Экономический анализ: теория и практика. – 2007. – № 7. – С. 55-59. – ISSN отсутствует.

81. Матвиенко, Д.Ю. Формы интеграционных объединений компаний / Д.Ю. Матвиенко // Современная конкуренция. – 2012. - № 6 (36). – С. 9 – 16. – ISSN отсутствует.

82. Олюнин, В.И. Экономико-логическая модель обоснования комплексной стратегии управления предприятием как инструмент агрегирования корпоративной и финансовой стратегии / В.И. Олюнин, А.В. Воробьев // Финансы и кредит. – 2007. – № 12 (252). – С. 58-60. – ISSN отсутствует.

83. Павлова, Ю.А. Финансовый контроль, его формы и характеристика, основные задачи внутреннего контроля / Ю.А. Павлова. // Учет и статистика. – 2010. - № 17. – С. 40 – 45. – ISSN отсутствует.

84. Попович, А.М. Стратегия и стратегический контроль в организации / А.М. Попович // Вестник Кузбасского государственного технического университета. – 2006. – № 1. – С. 140 – 143. – ISSN отсутствует.

85. Рахман, И.А. Основы современной методологии управления холдингом / И.А. Рахман, А.Р. Терентьев // Финансы и кредит. – 2004. – № 29 (167). – С. 36 – 45. – ISSN отсутствует.

86. Серова, Е.Г. Корпоративный финансовый контроль: практика, тенденции и особенности его становления и развития в России / Е.Г. Серова, В.В. Шеховцов // Ученые записки Российской Академии предпринимательства. – 2015. - № 45. – С. 110 – 123. – ISSN отсутствует.

87. Спиридонова, А.В. Понятие и правовая природа холдинга по российскому законодательству / А.В. Спиридонова // Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: Право. – 2007. – № 18 (90). – С. 101 – 107. – ISSN отсутствует.

88. Сычев, Р.А. Стратегический корпоративный финансовый контроль в активизации формирования вертолетостроительного кластера / Р.А. Сычев // Наука и образование: хозяйство и экономика; предпринимательство; право и управление. – 2015. - № 11 (66). – С. 40 – 44. – ISSN отсутствует.

89. Тарасова, Ж.Н. Влияние комбинации стратегий на создание стоимости бизнеса / Ж.Н. Тарасова // Современные проблемы науки и образования. – 2014. – № 5. – С. 420 - 423. – ISSN отсутствует.

90. Фаузер, В.В. Корпоративные стратегии / В.В. Фаузер // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера. – 2005. – Том 8. – С. 91 – 96. – ISSN отсутствует.

91. Фаянцева, Е.Ю. Внутренний контроль как метод управления финансовой устойчивостью компании в условиях экономической нестабильности / Е.Ю. Фаянцева // Вестник Финансового университета. – 2014. - № 3 (81). – С. 48 – 56. – ISSN отсутствует.

92. Фролова, В.В. Систематизация подходов к классификации стратегий развития предприятия / В.В. Фролова // Вестник Волжского университета имени В.Н. Татищева. – 2009. – № 17. – С. 3-9. – ISSN отсутствует.

93. Хрусталева, Е.Ю. Финансово-промышленные группы: методология и модели формирования / Е.Ю. Хрусталёв, О.Е. Хрусталёв // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2011. – № 43. – С. 2 – 9. – ISSN отсутствует.

94. Чалова, А.А. Стратегический подход к управлению маркетинговыми коммуникациями / А.А. Чалова, Е.Е. Тарасова // Вестник Белгородского университета кооперации, экономики и права. – 2012. – № 2. – С. 112-120. – ISSN отсутствует.

95. Ширяев, П.С. Корпоративный финансовый контроль: сущность, виды, стратегия развития (модель coso) / П.С. Ширяев // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2010. – № 24. – С. 54 – 60. – ISSN отсутствует.

96. Якупова, Н.М. Актуальные проблемы управления денежными потоками промышленного холдинга / Н.М. Якупова, И.Г. Миннемуллин // Вестник экономической интеграции. – 2011. - № 7. – С. 57-62. – ISSN отсутствует.

Издания на иностранном языке

97. Andrews, K.R. The concept of corporate strategy / K.R. Andrews // Dow Jones-Irwin: Homewood, IL - New York. – 1971. – 245 p.
98. Ararat, M. The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey / M. Ararat, B.S. Black, B.B Yurtoglu // Emerging Markets Review. – 2017. – P. 113-132.
99. Belo, F. Brand capital and firm value / F. Belo, X. Lin, M.A. Vitorino // Review of Economic Dynamics. – 2014. – № 1. – P. 150-169.
100. Beaver, W.H. Financial Ratios as Predictors of Failure / Empirical Research in Accounting Selected Studies / W.H. Beaver. – 1966. – № 4 – P. 71-111.
101. Donaldson, T. Shareholders revolution and the Clarkson principles // T. Donaldson, L. Preston – 1995. – № 1 – P. 65-91.
102. Rappaport, A. Creating shareholders value: A guide for managers and investors / A. Rappaport // Free press - New York. – 1999. – 340 p.

Электронные ресурсы на иностранном языке

103. Dow Jones Sustainability Indexes site. – 2018. – URL: <https://www.sustainability-indices.com/> (дата обращения: 01.12.2019).
104. International Standard on Auditing 610: – 2019. – URL: <https://www.ifac.org/system/files/downloads/a034-2010-iaasb-handbook-isa-610.pdf> (дата обращения: 05.10.2020).

Электронные ресурсы и интернет-источники

105. Investing.com – 2020. – URL: www.investing.com/ (дата обращения: 02.04.2020).
106. База данных финансовой информации Bloomberg. – URL: <http://www.bloomberg.com/europe> (дата обращения: 22.06.2019).
107. Исследование компании АО «КПМГ» в сотрудничестве с Государственным университетом — Высшей школой экономики (ГУ-ВШЭ). –

URL: <https://www.cfin.ru/management/finance/valman/Practice.shtml> (дата обращения: 02.12.2020). — Текст : электронный.

108. Исследование компании J.P. Morgan – URL: <https://www.finanz.ru/aktsii/analitikov-prognozy/jpmorgan> (дата обращения: 11.06.2020). — Текст : электронный.

109. Кузнецова, А.А. Классификация и методика выбора показателей стоимости и модели оценки эффективности управленческих решений в рамках системы финансового управления стоимостью компании / А.А. Кузнецова // Российский экономический интернет-журнал. – 2020. – № 4. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.e-rej.ru/upload/iblock/565/565f47663e22609263a3e4d7c85dbc86.pdf> (дата обращения: 12.10.2020).

110. Кузнецова, А.А. Стратегическая карта целей добывающей компании в рамках концепции финансового управления стоимостью / А.А. Кузнецова // Российский экономический вестник. – 2020. – № 5. Том 3. – С. 178-182. – ISSN 2658- 5286. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://dgru-journals.ru/archives/11486> (дата обращения: 12.10.2020).

111. Кузнецова, А.А. Система финансового управления стоимостью: описание и методика внедрения / А.А. Кузнецова // Вестник Евразийской науки. – 2020. – № 6. Том 12. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://esj.today/PDF/46ECVN620.pdf> (дата обращения: 19.11.2020).

112. Официальный сайт Московской биржи – URL: <https://www.moex.com/s10> (дата обращения: 29.12.2020). – Текст : электронный.

113. Отчет компании ПАО «Газпром нефть» за 2020 год – URL: <file:///C:/Users/GpbUser/Downloads/PDF%20%D0%B2%D0%B5%D1%80%D1%81%D0%B8%D1%8F.pdf> (дата обращения: 24.12.2020). – Текст : электронный.

114. Отчет компании ПАО «Лукойл» за 2020 год – URL: <https://lukoil.ru/InvestorAndShareholderCenter/ReportsAndPresentations/AnnualReports> (дата обращения: 04.01.2021). – Текст : электронный.

115. Отчет компании ПАО «НК «Роснефть» за 2019 год – URL: <https://www.rosneft.ru/docs/report/2019/ru/company/mission.html> (дата обращения: 24.12.2020). – Текст : электронный.

116. Отчет компании ПАО «Сургутнефтегаз» за 2019 год – URL: <https://www.surgutneftegas.ru/investors/aktsioneram-upravlyayushChimompaniyam-i-nominalnym-derzhatelyam/aktsioneram-fizicheskim-litsam/> (дата обращения: 24.12.2020). – Текст : электронный.

117. Отчет компании Saudi Aramco за 2020 год – URL: <https://www.aramco.com/-/media/publications/corporate-reports/saudi-aramco-ara-2020-english.pdf?la=en&hash=FA2C1E6CFBA897EC4F64E3A0DBEA7739DA193826> (дата обращения: 20.01.2021). – Текст : электронный.

118. Отчет компании ExxonMobil за 2020 год – URL: <https://corporate.exxonmobil.com/-/media/Global/Files/investor-relations/annual-meeting-materials/annual-report-summaries/2020-Annual-Report.pdf> (дата обращения: 20.01.2021). – Текст : электронный.

119. Отчет компании Shell за 2020 год – URL: https://www.shell.com/investors/investor-presentations/2021-investor-presentations/strategy-day-2021/_jcr_content/par/textimage_1038086377.stream/16130357690/d8774e4b76e9f2548e829ca135e32be338142e72/strategy-day-2021-presentation-transcript.pdf (дата обращения: 20.01.2021). – Текст : электронный.

120. Отчет компании Chevron за 2019 год – URL: <https://www.chevron.com/-/media/chevron/annual-report/2019/documents/2019-Annual-Report.pdf> (дата обращения: 20.01.2021). – Текст : электронный.

121. Прогнозы Международного энергетического агентства, МЭА (International Energy Agency) – URL: <http://renewnews.ru/iea/> (дата обращения: 20.12.2020). – Текст : электронный.

122. Результаты исследования уровня управления стоимостью

компания V-Ratio – URL: <http://www.sostav.ru/articles/rus/2007/06.06/news/lissled.ppt> (дата обращения: 29.12.2020). – Текст : электронный.

123. Рейтинг крупнейших нефтяных компаний по уровню капитализации – URL: <https://news.ru/economics/top-10-neftyanyh-kompanij-po-urovnyu-kapitalizacii/> (дата обращения: 29.12.2020). – Текст : электронный.

Список иллюстративного материала

Список рисунков

| | |
|--|----|
| Рисунок 1.1 Элементы системы финансового управления стоимостью..... | 14 |
| Рисунок 1.2 Определение факторов стоимости на разных уровнях | 18 |
| Рисунок 1.3 Грани концепции управления стоимостью..... | 19 |
| Рисунок 1.4 Ключевые составляющие процесса создания стоимости..... | 20 |
| Рисунок 1.5 Специфика корпорации как объекта изучения: внутренний контроль..... | 20 |
| Рисунок 1.6 Индекс устойчивого роста выборки российских компаний..... | 27 |
| Рисунок 1.7 Структура выборки анализируемых компаний..... | 31 |
| Рисунок 1.8 Распределение экономической прибыли по отраслям. | 31 |
| Рисунок 1.9 Причины неудачи реализации концепции управления стоимостью в анализируемых компаниях..... | 33 |
| Рисунок 1.10 Факторы успеха применения системы управления стоимостью в анализируемых компаниях..... | 33 |
| Рисунок 1.11 Влияние внедрения системы управления стоимостью на результаты деятельности анализируемых компаний..... | 34 |
| Рисунок 1.12 Показатели, применяемые в процессе постановки целей и для мотивации..... | 35 |
| Рисунок 1.13 Анализ сосредоточения компетенции управления стоимостью в иерархии управления компанией..... | 36 |
| Рисунок 1.14 Анализ регулярности процессов управления стоимостью в компаниях..... | 37 |
| Рисунок 1.15 Анализ использования компаниями факторов стоимости при принятии управленческих решений | 38 |
| Рисунок 1.16 Прогноз объемов спроса и потребления нефти в мире по данным Международного аналитического агентства (IEA) | 42 |
| Рисунок 1.17 Отраслевой индекс нефти и газа на Московской бирже (в рублях)..... | 43 |
| Рисунок 1.18 Динамика стоимости акций ПАО «Лукойл» | 46 |

| | |
|---|-----|
| Рисунок 1.19 Динамика стоимости акций ПАО «Газпром нефть»... | 46 |
| Рисунок 1.20 Динамика стоимости акций ПАО «НК Роснефть».... | 47 |
| Рисунок 1.21 Динамика стоимости акций ПАО «Сургутнефтегаз» . | 47 |
| Рисунок 2.1 Стратегическая карта компании..... | 56 |
| Рисунок 2.2 Анализ конъюнктуры рынка и рисков компании угольной отрасли..... | 57 |
| Рисунок 2.3 Кадровое обеспечение механизма управления стоимостью..... | 58 |
| Рисунок 2.4 Схема контроля исполнения целей..... | 59 |
| Рисунок 2.5 Схема действия информационной корпоративной системы..... | 60 |
| Рисунок 2.6 Этапы формирования системы ключевых показателей системы управления стоимостью компании..... | 64 |
| Рисунок 2.7 Иерархия использования показателей стоимости в зависимости от стадии жизненного цикла компании..... | 76 |
| Рисунок 2.8 Схема процесса оценки эффективности управления стоимостью на основе предлагаемой модели..... | 78 |
| Рисунок 3.1 Методика финансового управления стоимостью компании..... | 90 |
| Рисунок 3.2 Результаты анализа показателей компании «Суэк» | 97 |
| Рисунок 3.3 Результаты анализа показателей компании «СДС- Уголь»..... | 98 |
| Рисунок 3.4 Результаты анализа показателей компании «Сибуглемет»..... | 99 |
| Рисунок 3.5 Графическое представление значений экономической добавленной стоимости (EVA)..... | 100 |

Список таблиц

| | |
|--|----|
| Таблица 1.1 Анализ определений термина «механизм управления»..... | 15 |
| Таблица 1.2 Классификация показателей стоимости компании.... | 23 |
| Таблица 1.3 Сравнение подходов консалтинговых компаний..... | 28 |
| Таблица 1.4 Прогноз цен на нефть компании J.P. Morgan | 42 |
| Таблица 1.5 Перечень компаний, входящих в индекс нефти и газа на Московской бирже | 44 |
| Таблица 1.6 Показатели компаний ПАО «Лукойл», ПАО «Газпром нефть», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сургутнефтегаз»..... | 45 |
| Таблица 1.7 Показатели компаний Saudi Aramco, ExxonMobil, Shell, Chevron..... | 49 |
| Таблица 1.8 Стратегические приоритеты управления стоимостью в крупнейших нефтедобывающих компаниях России..... | 50 |
| Таблица 1.9 Анализ практики применения концепции управления стоимостью в крупнейших зарубежных нефтедобывающих компаниях.. | 51 |
| Таблица 2.1 Пример краткого отчета по контролю достижения стратегических целей компании «СУЭК»..... | 61 |
| Таблица 2.2 Предлагаемая система стоимостных показателей для компаний добывающего сектора..... | 64 |
| Таблица 2.3 Расчет системы показателей в рамках методического обеспечения механизма управления стоимостью для компании «СУЭК»..... | 68 |
| Таблица 2.4 Расчет системы показателей в рамках методического обеспечения механизма управления стоимостью для компании «СДС- Уголь»..... | 71 |
| Таблица 2.5 Расчет системы показателей в рамках методического обеспечения механизма управления стоимостью для компании «Сибуглемет»..... | 73 |
| Таблица 2.6 Расчет цены акции, приходящейся на один балл выставленного рейтинга..... | 79 |
| Таблица 2.7 Расчет рейтинга компании в соответствии с оценкой нефинансовых факторов..... | 80 |

| | |
|--|-----|
| Таблица 2.8 Эффект отклонений факторов стоимости от базового сценария развития компании и их влияние на денежные потоки..... | 83 |
| Таблица 3.1 Расчет показателей стоимости компании «СУЭК»..... | 97 |
| Таблица 3.2 Расчет показателей стоимости компании «СДС- Уголь»..... | 98 |
| Таблица 3.3 Расчет показателей стоимости компании «Сибуглемет»..... | 99 |
| Таблица 3.4 Анализ коэффициентов корреляции показателей анализируемых компаний добывающей отрасли..... | 101 |
| Таблица 3.5 Источники экономического эффекта..... | 103 |

Приложение А (информационное)

Финансовые показатели анализируемых добывающих компаний

Таблица А.1 – Финансовые показатели анализируемых нефтедобывающих компаний

В миллионах рублей

| Показатель | Нефтяные компании | | | |
|---------------------------------------|-------------------|------------|----------------|--------------|
| | Роснефть | Лукойл | Сургутнефтегаз | Газпромнефть |
| Выручка | 8 676 000 | 7 841 246 | 1 570 876 | 2 485 308 |
| Себестоимость | 4 726 000 | 4 308 073 | 122 233 | 923 756 |
| Коммерческие и управленческие расходы | 421 000 | 1 551 125 | 252 364 | 931 860 |
| Амортизация | 687 000 | 415 094 | 71 072 | 181 372 |
| ЕВИТДА | 4 216 000 | 2 397 142 | 1 267 351 | 811 064 |
| Чистая прибыль | 805 000 | 642 221 | 106 197 | 400 201 |
| Основные средства | 8 873 000 | 4 026 007 | 1 611 013 | 2 548 411 |
| ДЗ | 968 000 | 503 039 | 136 487 | 310 190 |
| КЗ | 544 000 | 555 823 | 13 636 | 279 985 |
| Запасы (балансовые) | 438 000 | 413 910 | 97 736 | 173 674 |
| Итого активы | 12 950 000 | 5 947 050 | 5 267 896 | 3 825 483 |
| Собственный капитал | 4 517 000 | 3 965 364 | 4 449 064 | 2 057 206 |
| Долг | 2 917 000 | 422 932 | 13 069 | 762 898 |
| Добыча в год, тонн | 195 000 000 | 82 000 000 | 60 000 000 | 39 000 000 |

Источник: [105].

Приложение Б
(информационное)

**Расчеты для модели учета финансовых рисков на примере
нефтедобывающих компаний**

Таблица Б.1 – Расчет показателей для модели учета финансовых рисков добывающей компании

В процентах

| Показатель | Нефтяные компании | | | |
|---|-------------------|-------------|----------------|---------------|
| | Роснефть | Лукойл | Сургутнефтегаз | Газпромнефть |
| Себестоимость к выручке | 54 | 55 | 8 | 37 |
| Коммерческие и управленческие расходы к выручке | 5 | 20 | 16 | 37 |
| Доля амортизации в расходах | 9 | 6 | 5 | 9 |
| Доля ОС в чистых активах | 88 | 73 | 31 | 83 |
| Доля ОК в активах | 7 | 6 | 4 | 5 |
| Рентабельность EBITDA | 49 | 31 | 81 | 33 |
| Рентабельность инвестиций | 11 | 15 | 2 | 14 |
| EBITDA на 1 тонну добычи | 2,16 | 2,92 | 2,11 | 2,08 |
| Оборачиваемость капитала | 67 | 132 | 30 | 65 |
| Норма чистой прибыли | 10 | 9 | 7 | 19 |
| Итоговый рейтинг, баллов | 7 | 15 | 15 | 12 |
| Стоимость 1 акции, руб. | 481 | 6 169 | 50 | 423 |
| Акций в обращении, штук | 10 598 177 817 | 692 865 762 | 7 702 000 000 | 4 741 299 639 |
| Цена акции на 1 балл рейтинга, руб. | 68,676 | 411,267 | 3,365 | 35,208 |

Источник: рассчитано автором.

Приложение В
(информационное)

Расчет денежных потоков анализируемых компаний

Таблица В.1 – Модель денежных потоков компании «СУЭК»

В миллионах рублей

| Показатель | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Выручка | 343 030 | 260 485 | 310 224 | 353 800 | 390 869 |
| Себестоимость | (227 943) | (225 376) | (247 260) | (268 167) | (287 067) |
| ЕБИТДА | 115 087 | 35 109 | 62 963 | 85 633 | 103 803 |
| Капитальные затраты | (62 153) | (45 626) | (45 201) | (22 899) | (31 541) |
| Денежный поток | 10 450 | (16 468) | (2 986) | 37 770 | 44 454 |

Источник: рассчитано автором.

Таблица В.2 – Модель денежных потоков компании «СДС-Уголь»

В миллионах рублей

| Показатель | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|
| Выручка | 138 176 | 156 709 | 171 924 | 191 633 | 213 810 | 232 695 |
| Себестоимость | (37 148) | (40 581) | (45 768) | (50 793) | (56 50) | (60 023) |
| ЕВИТДА | 21 065 | 26 503 | 27 692 | 32 380 | 36 229 | 38 230 |
| Капитальные затраты | (9 794) | (7 428) | (3 823) | (5 535) | (16 00) | (23 042) |
| Денежный поток | 9 134 | 14 944 | 18 780 | 20 174 | 12 267 | 9 451 |

Источник: рассчитано автором.

Таблица В.3 – Модель денежных потоков компании «Сибуглемет»

В миллионах рублей

| Показатель | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Выручка | 72 513 | 71 183 | 67 513 | 59 740 | 62 006 | 58 600 |
| Себестоимость | (24 530) | (3 785) | (5 007) | (4 485) | (3 508) | 2 184 |
| ЕВИТДА | 42 997 | 64 211 | 59 459 | 52 201 | 55 288 | 57 541 |
| Капитальные затраты | - | (4 648) | (8 098) | (8 706) | (9 960) | (6 827) |
| Денежный поток | 39 481 | 58 916 | 52 229 | 44 563 | 44 174 | 50 078 |

Источник: рассчитано автором.

Приложение Г (информационное)

Финансовые сводки анализируемых компаний

Отчет о доходах ЛКОН »

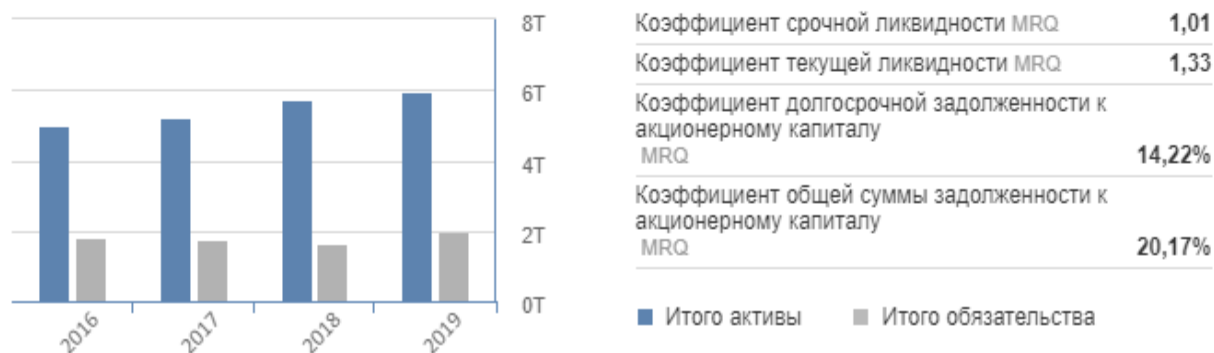


| | |
|------------------------------|--------|
| Валовая прибыль ТТМ | 46,65% |
| Операционная маржа ТТМ | 6,02% |
| Коэффициент прибыльности ТТМ | 3,78% |
| Прибыль на инвестиции ТТМ | 5,14% |

■ Общий доход ■ Чистая прибыль

| Период до: | 31.12.2019 | 31.12.2018 | 31.12.2017 | 31.12.2016 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|
| Общий доход | 7841246 | 8035889 | 5936705 | 5227045 |
| Валовая прибыль | 3533173 | 3501645 | 2806841 | 2617281 |
| Операционные доходы | 811683 | 759988 | 503578 | 410563 |
| Чистая прибыль | 640178 | 619174 | 418805 | 206794 |

Балансовый отчет ЛКОН »



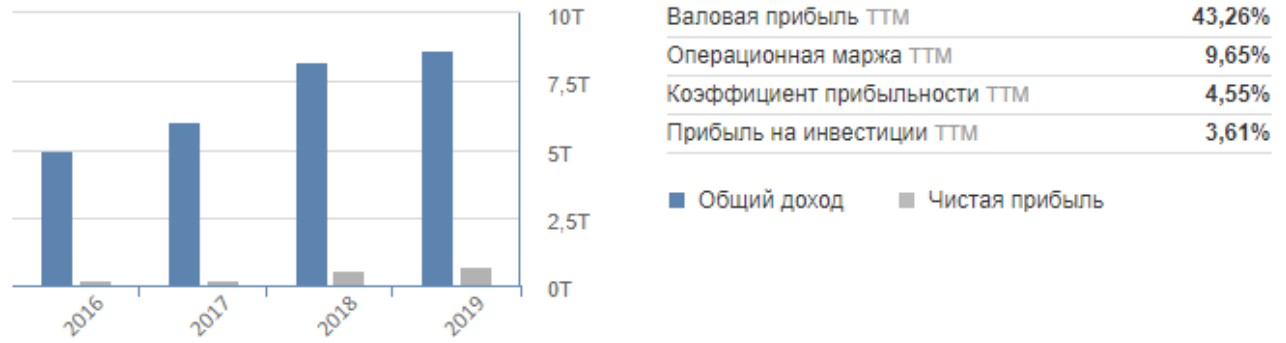
| | |
|--|--------|
| Коэффициент срочной ликвидности MRQ | 1,01 |
| Коэффициент текущей ликвидности MRQ | 1,33 |
| Коэффициент долгосрочной задолженности к акционерному капиталу MRQ | 14,22% |
| Коэффициент общей суммы задолженности к акционерному капиталу MRQ | 20,17% |

■ Итого активы ■ Итого обязательства

Источник: [105].

Рисунок Г.1 – Финансовая сводка компании «Лукойл»

Отчет о доходах ROSN »



| Период до: | 31.12.2019 | 31.12.2018 | 31.12.2017 | 31.12.2016 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|
| Общий доход | 8676000 | 8238000 | 6014000 | 4988000 |
| Валовая прибыль | 3950000 | 3912000 | 2098000 | 1954000 |
| Операционные доходы | 1231000 | 1065000 | 598000 | 639000 |
| Чистая прибыль | 708000 | 549000 | 222000 | 181000 |

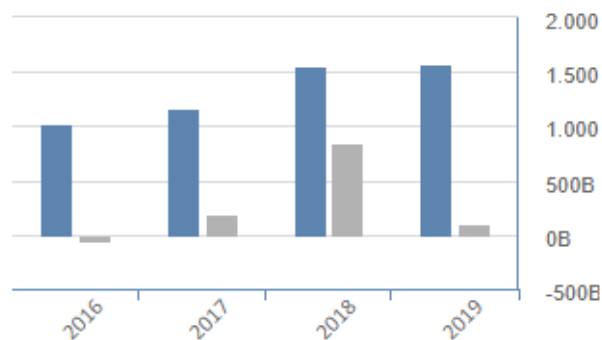
Балансовый отчет ROSN »



Источник: [105].

Рисунок Г.2 – Финансовая сводка компании «Роснефть»

Отчет о доходах SNGS »

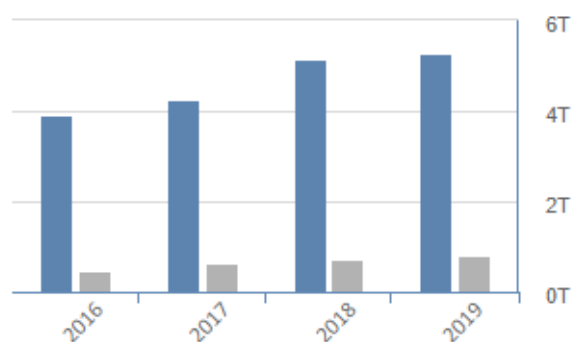


| | |
|------------------------------|--------|
| Валовая прибыль ТТМ | 92,22% |
| Операционная маржа ТТМ | 25,02% |
| Коэффициент прибыльности ТТМ | 6,76% |
| Прибыль на инвестиции ТТМ | 2,21% |

■ Общий доход ■ Чистая прибыль

| Период до: | 31.12.2019 | 31.12.2018 | 31.12.2017 | 31.12.2016 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|
| Общий доход | 1570876 | 1555959 | 1175019 | 1020833 |
| Валовая прибыль | 1448643 | 1441868 | 1055809 | 908574 |
| Операционные доходы | 393007 | 415194 | 272387 | 260529 |
| Чистая прибыль | 106162 | 850350 | 194658 | -62100 |

Балансовый отчет SNGS »



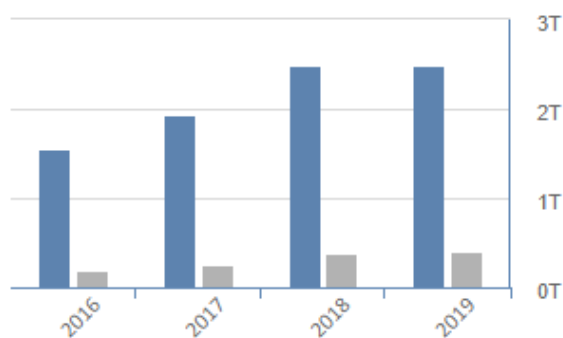
| | |
|--|-------|
| Коэффициент срочной ликвидности MRQ | 3,44 |
| Коэффициент текущей ликвидности MRQ | 3,68 |
| Коэффициент долгосрочной задолженности к акционерному капиталу MRQ | 0,29% |
| Коэффициент общей суммы задолженности к акционерному капиталу MRQ | 5,6% |

■ Итого активы ■ Итого обязательства

Источник: [105].

Рисунок Г.3 – Финансовая сводка компании «Сургутнефтегаз»

Отчет о доходах SIBN »

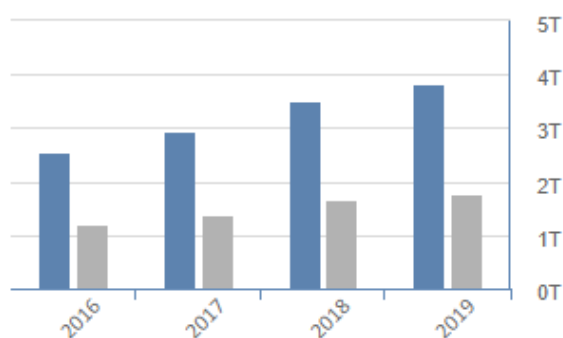


| | |
|------------------------------|--------|
| Валовая прибыль ТТМ | 61,36% |
| Операционная маржа ТТМ | 10,61% |
| Коэффициент прибыльности ТТМ | 9,33% |
| Прибыль на инвестиции ТТМ | 6,59% |

■ Общий доход ■ Чистая прибыль

| Период до: | 31.12.2019 | 31.12.2018 | 31.12.2017 | 31.12.2016 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|
| Общий доход | 2485308 | 2489292 | 1934589 | 1545608 |
| Валовая прибыль | 1561552 | 1643368 | 1262022 | 992452 |
| Операционные доходы | 434889 | 443296 | 299391 | 234137 |
| Чистая прибыль | 400201 | 376667 | 253274 | 200179 |

Балансовый отчет SIBN »



| | |
|--|--------|
| Коэффициент срочной ликвидности MRQ | 0,82 |
| Коэффициент текущей ликвидности MRQ | 1,13 |
| Коэффициент долгосрочной задолженности к акционерному капиталу MRQ | 40,06% |
| Коэффициент общей суммы задолженности к акционерному капиталу MRQ | 41,95% |

■ Итого активы ■ Итого обязательства

Источник: [105].

Рисунок Г.4 – Финансовая сводка компании «Газпром нефть»

Приложение Д (информационное)

Структура регламента управления стоимостью

| |
|---|
| 1. Назначение и область применения документа |
| 2. Термины и определения |
| 3. Задачи управления стоимостью |
| a. Перечень задач |
| b. Диаграмма процесса управления стоимостью |
| 4. Органы, ответственные за управление стоимостью |
| a. Стратегический совет |
| b. Стратегический комитет |
| c. Офис стратегического менеджмента (ОСМ) |
| d. Проектная группа разработки стратегии |
| e. Группа исполнителей стратегии |
| f. Матрица распределения задач по управлению стоимостью между органами, ответственными за управление стоимостью |
| 5. Регламент управления стоимостью |
| a. Определение концепции управления стоимостью |
| - Ответственный орган |
| - Действия по исполнению |
| - Сроки исполнения |
| - Отчетные документы |
| b. Формирование механизма управления стоимостью |
| - Ответственный орган |
| - Действия по исполнению |
| - Сроки исполнения |
| - Отчетные документы |
| c. Контроль и анализ исполнения поставленных целей |
| - Ответственный орган |
| - Действия по исполнению |
| - Сроки исполнения |
| - Отчетные документы |
| 6. Календарь управления стоимостью |
| 7. Формы документов |
| a. Протокол заседания |
| b. Стратегическая карта с описанием стратегических целей |
| c. Карточка стратегической цели |
| d. Система показателей |
| e. Форма паспорта показателя |
| f. Сводная таблица значений показателей |
| g. Таблица соответствия стратегических целей и стратегических мероприятий |
| h. План стратегических мероприятий |
| i. Форма отчета об управлении стоимостью |

Источник: составлено автором.

Рисунок Д.1 – Структура регламента управления стоимостью

Приложение Е (информационное)

Шаблон отчета краткого по контролю достижения стратегических целей компании

| Система контроля над достижением стратегических целей | | |
|---|---|---|
| млн руб. | Значение показателя без использования системы управления стоимостью | Значение показателя после использования системы управления стоимостью |
| Показатели стоимости и прибыльности | | |
| Индекс устойчивого роста добывающей компании, % | | |
| EVA % | | |
| EV (Enterprise value), млн руб. | | |
| Операционная прибыль, млн руб. | | |
| Рентабельности EBITDA, % | | |
| ROIC, % | | |
| Удельные показатели | | |
| Выручка на 1 тонну добычи | | |
| Себестоимость на 1 тонну добычи | | |
| ЕВITDA на 1 тонну добычи | | |
| Капитальные затраты на 1 тонну добычи | | |
| Свободный денежный поток на 1 тонну добычи | | |

Источник: составлено автором.

Рисунок Е.1 – Шаблон отчета краткого по контролю достижения стратегических целей компании

Приложение Ж (информационное)

Схема методического обеспечения системы управления стоимостью



Источник: составлено автором.

Рисунок Ж.1 – Схема методического обеспечения системы управления стоимостью

Приложение И (информационное)

Описание функций участников системы управления стоимостью

| Участники | Функции механизма управления стоимостью | | | |
|--------------------------------|---|--|--|---|
| | Планирование | Исполнение | Анализ | Корректировка |
| Стратегический совет | Установление стратегических приоритетов и определение направлений развития | | | |
| Стратегический комитет | Разработка стратегии и участие в разработке и утверждении целей и задач | Контроль над исполнением стратегии | Анализ с помощью системы показателей | Принятие мер по устранению причин отклонения от стратегии |
| Группа разработчиков стратегии | Детальная проработка и формулирование стратегии и трансляция ее на бизнес-подразделения | Подготовка отчетов об исполнении стратегии | Подготовка аналитических отчетов | Корректировка стратегии на уровне бизнес-подразделений |
| Группа исполнителей стратегии | Участие в разработке стратегических инициатив | Руководство стратегическими инициативами | Анализ исполнения стратегических инициатив | Выработка решений по корректировке инициатив |

Источник: составлено автором.

Рисунок И.1 – Описание функций участников системы управления стоимостью

Приложение К
(информационное)

Расчет показателей по компаниям-аналогам

Таблица К.1 – Рентабельность компаний-аналогов угольной отрасли

В процентах

| Компании | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| Coal India Limited, | 23.4 | 24.9 | 19.1 | 16.6 | 18.5 | 25.6 |
| Wescoal Holdings Limited, | 7.3 | 6.6 | 13.3 | 14.4 | 11.5 | n/a |
| Banpu Public Company Limited, | 16.0 | 12.8 | 16.2 | 23.9 | 24.1 | 17.3 |
| China Coal Energy, Company Limited, | 11.4 | 12.7 | 20.1 | 20.8 | n/a | 18.9 |
| Yanzhou Coal Mining, Company Limited, | 12.3 | 10.1 | 8.1 | 12.8 | 14.4 | 27.9 |
| Whitehaven Coal Limited, | 21.0 | 42.2 | 54.4 | 60.6 | 62.8 | 50.8 |
| Alliance Resource, Partners, L.P. , | 35.4 | 34.7 | 36.6 | 33.5 | 30.6 | 29.8 |
| Belon Joint Stock, Company, | 2.8 | 22.5 | 2.8 | 44.4 | 299.7 | n/a |
| PT Adaro Energy Tbk, | 26.0 | 27.6 | 34.4 | 40.0 | 37.8 | 31.4 |
| New Hope Corporation Limited, | 24.1 | 11.5 | 25.4 | 37.9 | 44.0 | 32.4 |
| Минимум, | x | x | x | x | x | 2.8 |
| 1й квартиль, | x | x | x | x | x | 14.4 |
| Медиана, | x | x | x | x | x | 23.9 |
| 3й квартиль, | x | x | x | x | x | 34.4 |
| Максимум, | x | x | x | x | x | 299.7 |

Источник: [106].

Таблица К.2 – Уровень капитальных затрат компаний-аналогов угольной отрасли









В процентах

| Компании | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Coal India Limited, | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Wescoal Holdings Limited, | 3.7 | 10.8 | 4.5 | 2.4 | 3.6 | n/a |
| Banpu Public Company Limited, | 6.8 | 8.4 | 8.9 | 9.3 | 7.8 | 10.8 |
| China Coal Energy, Company Limited, | 27.9 | 19.3 | 14.9 | 10.5 | n/a | 8.5 |
| Yanzhou Coal Mining Company Limited, | 8.4 | 9.5 | 7.1 | 6.7 | 6.6 | n/a |
| Whitehaven Coal Limited, | 56.5 | 17.7 | 6.3 | 4.3 | 17.0 | 11.1 |
| Alliance Resource, Partners, L.P. , | 13.5 | 9.4 | 4.7 | 8.1 | 11.7 | 15.6 |
| Belon Joint Stock Company, | 14.6 | 7.2 | 7.4 | 0.5 | n/a | n/a |
| PT Adaro Energy Tbk, | 3.1 | 3.8 | 4.4 | 5.7 | 11.4 | 13.5 |
| New Hope Corporation, Limited, | 18.2 | 21.7 | 11.1 | 8.6 | 7.5 | 7.7 |
| Минимум, | x | x | x | x | x | 0.5 |
| 1й квартиль, | x | x | x | x | x | 6.6 |
| Медиана, | x | x | x | x | x | 8.5 |
| 3й квартиль, | x | x | x | x | x | 11.7 |
| Максимум, | x | x | x | x | x | 56.5 |

Источник: [106].

Приложение Л (информационное)

Этапы реализации механизма управления стоимостью компании

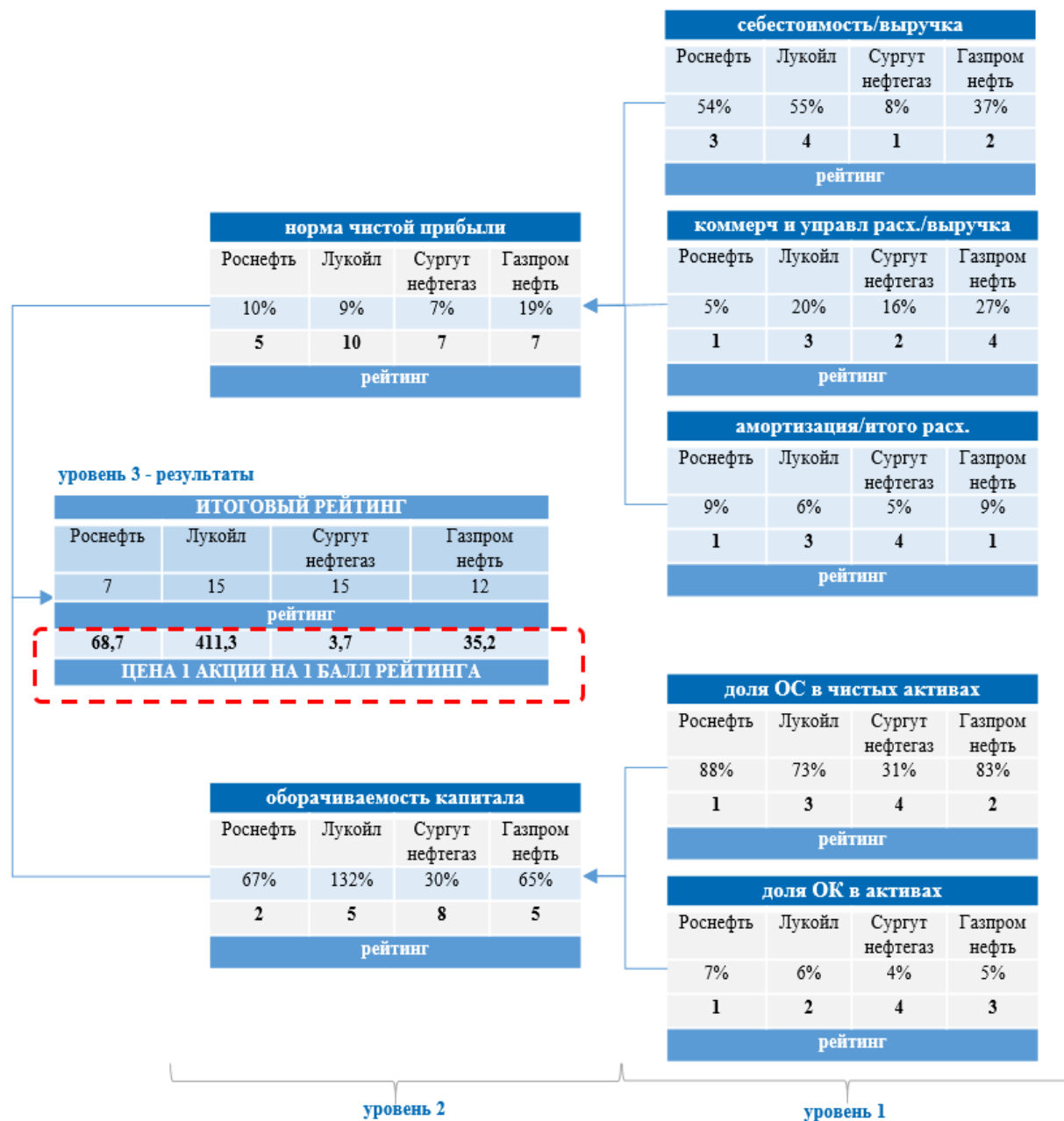
-  **Этап 1**
Оценить текущее состояние компании для выявления целей и ориентиров стоимости компании
-  **Этап 2**
Постановка глобальных стратегических целей и составление стратегической карты
-  **Этап 3**
Разработка стратегических инициатив компании. Стратегические инициативы основывается на стратегических перспективах компании.
 - Шаг 1.** Разработка стратегических инициатив компании означает анализ текущей эффективности проектов и программ компании, оценивается их вклад в глобальные стратегические цели.
 - Шаг 2.** Предложенные новые инициативы и проекты подлежат бюджетированию исходя из примерных затрат на их реализацию.
 - Шаг 3.** Те задачи и проекты, которые были одобрены подлежат более тщательному планированию.
 - Шаг 4.** Мониторинг исполнения задач и инициатив и оценка их вклада в глобальные стратегические цели.
-  **Этап 4**
Кадровое обеспечение использования механизма управления стоимостью
-  **Этап 5**
Методическое обеспечение механизма управления стоимостью
-  **Этап 6**
Информационное обеспечение
-  **Этап 7**
Осуществление мониторинга и аналитика
-  **Этап 8**
Подведение итогов и результатов завершившегося отчетного периода

Источник: составлено автором.

Рисунок Л.1 – Этапы реализации механизма управления стоимостью компании

Приложение М (информационное)

Макет для расчета рейтинговой системы в рамках управления стоимостью добывающей компании для учета финансовых рисков



Источник: составлено автором.

Рисунок М.1 – Модель эффективности управления стоимостью добывающей компании на примере компаний нефтегазовой отрасли

Принципы присвоения рейтингов:

- 1) проставление рейтинга для показателей уровня 1.

- 2) бальная система рейтингования зависит от количества анализируемых компаний (*в примере от 1 – 4, на первом уровне, где 1 – высший, 4 – низший рейтинг*).
- 3) полученные значения рейтинга суммируются в показатели уровня 2.
- 4) затем полученные рейтинги складываются при проставлении итогового рейтинга на уровне 3.
- 5) производится расчет акционерной стоимости, приходящейся на один балл рейтинга (*рейтинг ближе к 1 -> выше стоимость на 1 акцию*).
- 6) изменение представленных в модели показателей позволяет оценить, как решения менеджмента, связанные с финансовыми показателями могут оказать влияние на стоимость акции.

Приложение Н (информационное)

Макет для расчета рейтинговой системы в рамках управления стоимостью добывающей компании для учета нефинансовых рисков

| Нефинансовые факторы стоимости добывающей компании | Добывающие компании | | | | |
|--|---|------------|------------|------------|------------|
| | Компания 1 | Компания 2 | Компания 3 | Компания 4 | Компания n |
| | <i>от 1-4 (1 - хорошо, 4 - удовлетворительно)</i> | | | | |
| Уровень износа добывающей техники | | | | | |
| Квалификация кадров, задействованных на добыче | | | | | |
| Квалификация кадров, задействованных в управлении | | | | | |
| Сложность добычи на разрабатываемых месторождениях | | | | | |
| Диверсифицированность рынков сбыта | | | | | |
| Соблюдение условий лицензионных соглашений | | | | | |
| Уровень безопасности условий труда | | | | | |
| Надежность сырьевой базы | | | | | |
| Зависимость от ключевых покупателей | | | | | |
| Транспортная инфраструктура компании | | | | | |
| | | | | | |
| Фактор n | | | | | |
| СРЕДНЕЕ ГЕОМЕТРИЧЕСКОЕ ЗНАЧЕНИЕ | | | | | |
| ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ | | | | | |

Источник: составлено автором.

Рисунок Н.1 – Модель эффективности управления стоимостью добывающей компании

Принципы присвоения рейтингов:

Для учета специфических нефинансовых факторов компаний добывающего сектора предлагаем методику расчета рейтинга, представляющую собой таблицу с бальной системой оценки нефинансовых факторов.

Присвоение баллов осуществляется экспертным методом, затем рассчитывается среднегеометрическое значение, по итогам которого

присваивается рейтинг от 1 – 4, где 1 – наилучший рейтинг, 4 – наихудший (зависти от количества компаний в выборке).

Приложение II (информационное)

Макет для расчета системы показателей в рамках методического обеспечения системы управления стоимостью

Таблица П.1 – Расчет системы показателей в рамках методического обеспечения системы управления стоимостью

| Стратегическая цель | Показатель | Единица измерения | Ответственное бизнес-подразделение | Значение показателя |
|---|--|-------------------|---|---------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| I. ПОКАЗАТЕЛИ ПРИБЫЛЬНОСТИ | | | | |
| Рост стоимости компании | Индекс устойчивого роста добывающей компании | процент | Департамент стратегического развития | - |
| Рост прибыльности компании | Рентабельности EBITDA | процент | Департамент стратегического развития | - |
| II. ПОКАЗАТЕЛИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА | | | | |
| Рост стоимости компании | EVA | денежная единица | Департамент стратегического развития | - |
| Рост стоимости компании | EV (Enterprise value) | денежная единица | Департамент стратегического развития | - |
| Рост стоимости компании | Показатель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса | денежная единица | Департамент стратегического развития | - |
| Улучшение операционных показателей | Свободный денежный поток на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | - |
| III. ПОКАЗАТЕЛИ КОНКУРЕНТНЫХ ПРЕИМУЩЕСТВ | | | | |
| Увеличение доли рынка | Рост доли рынка | процент | Департамент по экономике и развитию | - |
| Достижение лидерства на рынке | Занимаемое место среди конкурентов по параметрам: | - | Департамент по экономике и развитию | - |
| | - объем добычи | | | |
| | - рентабельность по EBITDA | | | |
| | - прибыль на 1 тонну добычи | | | |
| IV. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение операционных показателей | Операционные затраты | денежная единица | Департамент по экономике и развитию | - |
| Улучшение финансовых показателей | EBITDA | денежная единица | Финансовый департамент | - |
| Улучшение финансовых показателей | Капитальные затраты | денежная единица | Финансовый департамент | - |
| Улучшение финансовых показателей | Оборотный капитал | денежная единица | Финансовый департамент | - |

Продолжение таблицы П.1

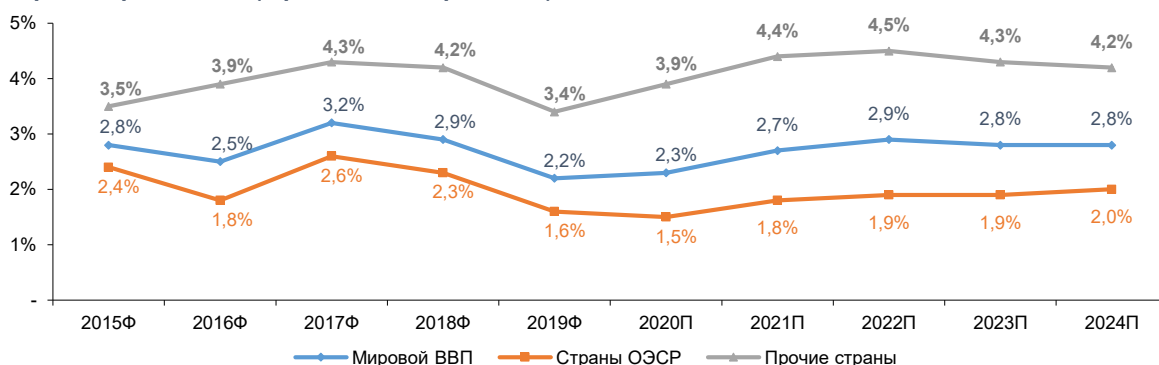
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|------------------|---|---|
| Улучшение финансовых показателей | Стоимость заемного капитала | процент | Финансовый департамент | - |
| Улучшение финансовых показателей | Затраты на консервацию отработанных месторождений | денежная единица | Департамент по экономике и развитию | - |
| V. ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ | | | | |
| Улучшение технических показателей | Производственные потери | - | Департамент по экономике и развитию | - |
| Улучшение операционных показателей | Выручка на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | - |
| Улучшение операционных показателей | Себестоимость на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | - |
| Улучшение операционных показателей | ЕВИТДА на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | - |
| Улучшение операционных показателей | Капитальные затраты на 1 тонну добычи | денежная единица | Департамент по экономике и развитию / Технические специалисты | - |
| VI. ПОКАЗАТЕЛИ, СВЯЗАННЫЕ С ПЕРСОНАЛОМ | | | | |
| Повышение уровня квалификации сотрудников | Соответствие персонала квалификационным требованиям | процент | Директор по персоналу | - |
| Повышения уровня удовлетворенности сотрудников | Снижение текучести кадров | процент | Директор по персоналу | - |
| Повышения уровня удовлетворенности сотрудников | Высокий уровень удовлетворенности сотрудников | процент | Директор по персоналу | - |

Источник: составлено автором.

Приложение Р (информационное)

Макроэкономические предпосылки, учтенные при моделировании денежных потоков анализируемых компаний

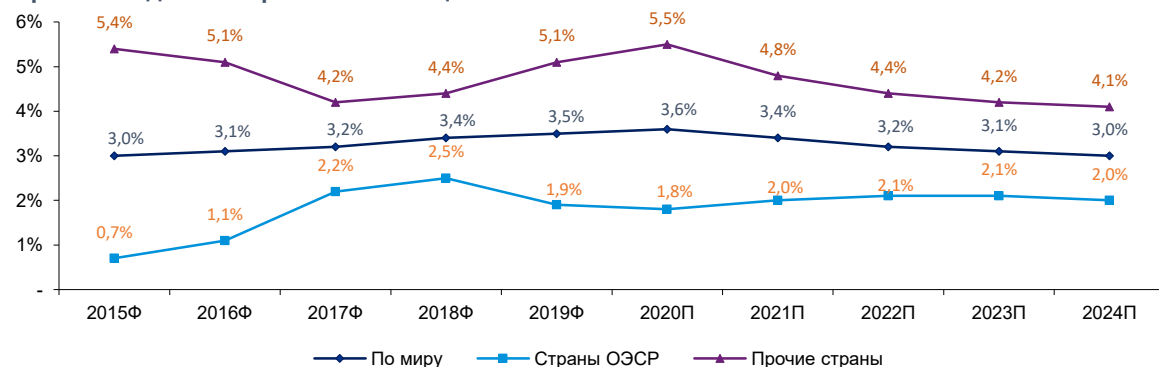
Прогноз роста ВВП (в реальном выражении)



Источник:[105].

Рисунок Р.1 – Прогноз ВВП России

Прогноз индекса потребительских цен



Источник:[105].

Рисунок Р.2 – Прогноз ИПЦ России

Описание:

1) В 2018 г. рост ВВП продолжился и по итогам года составил 2,2%. В 2019 г. рост ВВП снизился до 1,1%. В долгосрочной перспективе, по прогнозам ЕIU, темпы роста в реальном выражении не превысят 1,9% в силу недостатка прямых инвестиций, высокой зависимости от экспорта природных ресурсов и институциональных ограничений.

2) В 2018 г. вслед за ослаблением рубля и ростом цен на продовольственные товары инфляция составила 2,9%. Ввиду ослабления рубля и повышения ставки НДС, инфляция в 2019 г. составила 4,5%. В

долгосрочной перспективе до 2030 г. ЕIU прогнозирует инфляцию на среднем уровне 4,0%.

3) В 2019 г. ЦБ придерживался курса на смягчение кредитно-денежной политики. В следствие поэтапных сокращений ключевая ставка снизилась с 7,5% до 6,25%.

4) Неопределенность во внешней политике, ввиду санкций со стороны США и ЕС, будет по-прежнему ограничивать доступ России к международным рынкам капитала, оказывая отрицательное воздействие на инвестиционный климат страны, а также на возможности ведения совместного бизнеса с крупнейшими российскими компаниями. В 2019 г. возросшая санкционная активность послужила одним из факторов ослабления рубля. Однако сильные бюджетные показатели и взвешенная фискальная политика могут обеспечить устойчивость экономики России к угрозе санкций.

Как отмечают эксперты, современные кризисные явления в России носят как политический, так и экономический характер. Поэтому развитие экономики РФ во многом будет определяться не только ее политическим курсом, но и необходимостью диверсификации экономики и развития технологий на фоне снизившихся цен на энергоресурсы, которая позволила бы заложить основы долгосрочного развития экономики страны.

В будущем российская экономика может столкнуться с такими внешними и внутренними вызовами, как:

1) Волатильность цен на сырьевые ресурсы, влияющая не только на доходы экспортеров, но и на устойчивость бюджетного сектора, внутренний спрос, а также состояние платежного баланса и обменного курса.

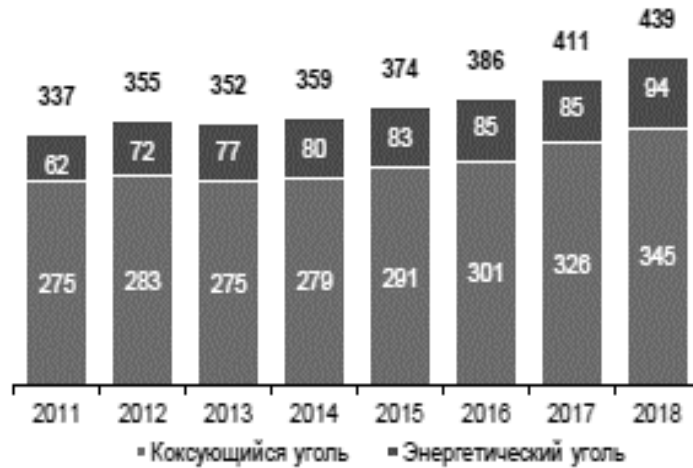
2) При наличии ограничений на внешние заимствования и по мере исчерпания внутренних ресурсов (Фонд национального благосостояния, Резервный Фонд) российское правительство может столкнуться с трудностями финансирования запланированных расходов. Это может привести к необходимости сокращения расходной части бюджета и негативному влиянию на темпы роста экономики.

3) В случае ухудшения геополитической ситуации могут возникнуть дополнительные экономические ограничения, что приведет к дальнейшему снижению деловой активности и инвестиций.

Приложение С (информационное)

Обзор российского рынка угольной добычи

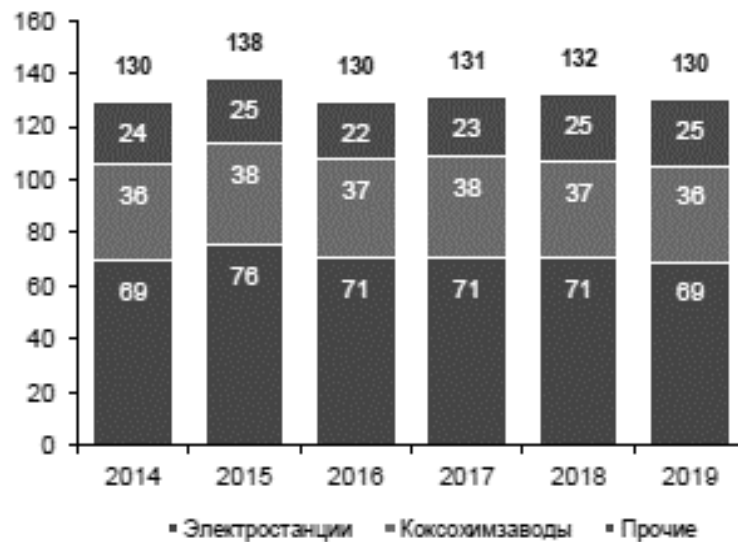
Добыча угля в России по видам, млн тонн



Источник: [105].

Рисунок С.1 – Динамика добычи угля в России

Потребление угля в России, млн тонн



Источник: [105].

Рисунок С.2 – Динамика потребления угля в России

Продолжающееся улучшение финансово-экономического положения российских угольных компаний в 2018 г. позволило увеличить инвестиции в основной капитал на 20% по сравнению с 2017 г.

Основными направлениями вложения средств стало расширение обогатительных мощностей и модернизация парка горно-транспортного оборудования.

Энергетический уголь, поставляемый на внутренний рынок, является низкокалорийным (менее 5 400 ккал/кг), и отличается по качеству от экспортируемого угля. По этой причине, факторы глобальных цен на энергетический уголь напрямую не оказывают влияние на внутренние цены.

Ниже на рисунке С.3 представлен объем российского экспорта:



Источник: [105].

Рисунок С.3 – Российский экспорт энергетического угля

Структура рынка коксующегося угля является относительно стабильной. Помимо этого, рынок является относительно сконцентрированным – на пять крупнейших компаний приходится доля в 68%.

Крупнейшими производителями коксующегося угля в России в 2019 г. являлись Евраз с долей в 26% (не изменилась по сравнению с 2018 г.), Мечел

(снижение доли на 2 п.п.), Северсталь (не изменилась по сравнению с 2018 г.), Сибуглемети Кузбассразрезуголь (снижение доли на 1 п.п.). Доля остальных игроков индивидуально не превышала 5%.