

# ВОПРОСЫ СТОИМОСТИ

Овладейте новейшими приемами управления,  
инвестирования и регулирования,  
основанными на стоимости компании

Под редакцией Эндрю Блэка



**Коллектив авторов**

**Вопросы стоимости. Овладейте  
новейшими приемами  
управления, инвестирования и  
регулирования, основанными  
на стоимости компании**

*Издательский текст*

*[http://www.litres.ru/pages/biblio\\_book/?art=9638521](http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=9638521)*

*Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления,  
инвестирования и регулирования, основанными на стоимости  
компании: ЗАО «Олимп-Бизнес»; М.; 2009*

*ISBN 978-5-9693-0079-8*

**Аннотация**

Стоимость корпораций важна в нашем обществе для каждого. От нее зависит наше будущее, поскольку в рынок акций вкладывается много наших денег в виде пенсий и других сбережений. Общество чувствует себя лучше, если курсы акций быстро растут, и соответственно приходит в уныние, когда они стремительно падают. Это, в свою очередь, может влиять на решения о потреблении и накоплении, принимаемые всеми главными участниками экономического процесса. Пока

идет большая дискуссия о том, что движет стоимостью на рынке акций и что определяет истинную стоимость любого предприятия, предположения, что эти понятия идентичны друг другу, часто необоснованны. Рыночная стоимость акций фирмы может резко отличаться от оценки с других, например внутренней или ретроспективной, точек зрения. В данной книге рассматриваются ряд моментов, влияющих на стоимость компаний, и способы ее определения. Анализ проводится в трех областях, непосредственно связанных с определением корпоративной стоимости, – это инвестирование, финансовая отчетность и технические вопросы получения стоимости.

# Содержание

Предисловие к русскому изданию	6
Предисловие	8
От редактора	11
Об авторах	12
Введение	20
Раздел I	39
Глава 1	39
Несовершенный рынок	40
Долгосрочная перспектива	42
Преимущества правильного	48
корпоративного управления	
Стоимость и обновление руководства	51
компании	
Принципы деятельности	53
Принципы – в практику	54
Сокращение затрат на капитал	57
В чем загадка компании Premier Oil?	58
Вмешательство как помощь	61
Оплата только (!) по результатам	62
Конец ознакомительного фрагмента.	64

**Эндрю Блэк**  
**Вопросы стоимости.**  
**Овладейте новейшими**  
**приемами управления,**  
**инвестирования**  
**и регулирования,**  
**основанными на**  
**СТОИМОСТИ КОМПАНИИ**

© Pearson Education Limited 2004

© ЗАО «Олимп-Бизнес», перевод на рус. яз., оформление, 2009

# Предисловие к русскому изданию

Дорогой читатель!

В наше время большую популярность приобрели вопросы стоимости, ее оценки, учета и использования для успешного ведения бизнеса. Возникли и оформились соответствующие теории, появилось множество публикаций на эту тему. В книге, которую вы держите в руках, собраны мнения экспертов по различным аспектам обсуждаемых проблем с целью дать практическое руководство по оценке стоимости и корпоративному анализу.

Традиционный взгляд на оценку стоимости предполагает, что полученный результат можно использовать только для ведения переговоров о цене приобретения или продажи бизнеса. Авторы этой книги рассказывают о новых областях применения результатов оценки и доказывают эффективность методов, основанных на стоимостном анализе, в управлении деятельностью компании.

«Вопросы стоимости» – плод коллективного труда ученых, практиков, консультантов под руководством Эндрю Блэка, который долгие годы изучал стоимостные методы управления, работал над созданием моделей оценки стоимости для акционеров и их внедрением в компаниях.

Эксперты, принявшие участие в создании книги, объясняют, почему имеется столько различий в способах опреде-

ления стоимости компаний, где пределы традиционной бухгалтерии, как использовать методы учета на основе оценки стоимости. Они убедительно доказывают, что области применения стоимостного анализа включают в себя такие важные сферы деятельности любого бизнеса, как собственно процесс создания стоимости для акционеров, управление и контроль, подготовка финансовой отчетности и другие. Особенно интересен предложенный авторами подход, позволяющий встроить элементы стоимостного анализа в процесс слияния или поглощения компаний.

Книга написана простым и доходчивым языком. Круг рассматриваемых вопросов позволяет рекомендовать ее широкой аудитории читателей, включая практикующих оценщиков, консультантов по вопросам стоимости, финансовых директоров компаний и студентов, изучающих теорию инвестиций и финансового менеджмента.

*Акоп Саркисян*

*Ernst & Young CIS*

*Партнер, Руководитель Департамента консультационных услуг по сделкам в странах СНГ*

*Эдгар Рагель*

*Ernst & Young CIS*

*Партнер, Отдел оценки бизнеса в странах СНГ*

# Предисловие

## Филип Райт

Эта книга была идеей Эндрю Блэка. В 1994–1997 годах мы вместе работали в PricewaterhouseCoopers, и одним из результатов этой деятельности стала наша книга «In Search of Shareholder Value» («В поисках стоимости для акционеров»), опубликованная в 1997 году. С тех пор мы пережили экономический бум и спад и вошли в новое тысячелетие. Эндрю организовал свой собственный бизнес и продолжил разностороннее изучение вопросов, связанных со стоимостью. По мнению некоторых аналитиков, экономика «пузырей» и сопутствующие им корпоративные и рыночные эксцессы показали, что навязчивая идея стоимости для акционеров вводила в заблуждение, работала в ущерб другим участникам инвестиционного процесса и является потому ложным путем. Однако события нескольких последних лет показали, как необходимы для создания стоимости правильное управление и контроль, какое решающее значение имеет создание стоимости для наших будущих пенсионных фондов и насколько важным для решения этих проблем является качество управления инвестициями. Книга «Вопросы стоимости» поэтому очень своевременна и вносит важный вклад в разработку названных проблем.



Последние несколько лет отличались невиданной активностью в области совершенствования и регулирования правил финансовой отчетности. Во-первых, в отчетах все большее внимание уделяется определению доли нематериальных активов в общем росте стоимости компании, а составители и пользователи отчетов работают над тем, как лучше донести информацию о стратегии и результатах деятельности компаний, в том числе над тем, как объединить показатели прибыли, денежного потока, курса акций, стоимости и как интерпретировать их взаимодействие. Во-вторых, предметом тщательного изучения, обсуждения и регулирования стала роль бухгалтеров и аудиторов. Авторы данной книги энергично берутся за рассмотрение этих проблем с разных точек зрения, но с одной целью: улучшить информационную связь и отчетность. Наконец, продолжается исследование, чтобы глубже понять процесс создания стоимости. Оно касается не только разработки новых технических средств, методологии и программного обеспечения, но и того, как проще их объяснить, понять и встроить в культуру управления деятельностью компании, в частности в процесс слияния или поглощения. Глубокое проникновение в суть происходящего в этих областях мы находим в последнем разделе данной книги.

Постоянный рост частного капитала, глобализация рынков и увеличение количества информации означают, что интерес к стоимости и способам ее создания, распределения и управления ею не ослабевает. Эта книга вносит существен-

ный вклад в обсуждение и понимание вышеозначенных проблем.

*Филип Райт*

*PricewaterhouseCoopers*

# От редактора

Редактор прежде всего хотел бы поблагодарить всех авторов, без участия которых эта книга была бы невозможна.

Важным местом наших занятий был «приют» в Рос-и-Гилвен в Пембрукшире в Уэльсе. Я очень благодарен Бренде и Глену Петерсам за пользование их чудесным домом. Отсутствие звонков по мобильным телефонам, несомненно, сыграло большую роль в том, что внимание авторов не отвлекалось от написания книги.

Я также благодарен Лори Доналдсон из Pearson Educational за оказанную помощь в выполнении этого проекта и в доведении его до успешного завершения.

Я хотел бы поблагодарить Джона Дэвиса за неутомимую и кропотливую работу по редактированию. Его замечания существенно улучшили книгу.

Наконец, я благодарен своей жене Габи за ее поддержку и напоминания о телефонных звонках со всего света от странствующих авторов и сотрудников.

*Эндрю Блэк*

## Об авторах

**Арай Хосе (Arau Jose)** – руководитель инвестиционно-го отдела пенсионного фонда California Public Employees' Retirement System (CalPERS). Работает в фонде с 1977 года: был портфельным менеджером и финансовым аналитиком. Вопросами корпоративного управления занимается с тех пор, как фонд CalPERS начал исследования по этой теме. Является финансовым аналитиком высшей квалификации и президентом Общества аналитиков по ценным бумагам в Сакраменто (Security Analysts of Sacramento) – местного отделения Ассоциации инвестиционных менеджеров и исследователей (Association for Investment Management and Research, AIMR).

**Барбур Джон А. (Barbour John A.)** – бывший директор PA Consulting Group и партнер базирующейся в США консультационной фирмы по стратегии Maracon Associates. В 1999 году учредил организацию Corporate Value Improvement по проведению консультаций по стоимостным методам управления, которая работает с лидерами крупных компаний с целью помочь им обеспечить высокую доходность для акционеров в долгосрочном периоде. Его клиентами были высшие руководители компаний J Sainsbury plc., Cadbury Schweppes plc., Roche Pharmaceuticals, Royal

Philips Electronics NV и Smith & Nephew plc. Профессор Барбур преподает стоимостные методы управления в Высшей школе бизнеса Университета Стратклайда (University of Strathclyde's Graduate School of Business).

**Бассетт Ричард (Bassett Richard)** получил степень бакалавра политической экономики и истории в Университете Виктории в Торонто (University of Victoria, Toronto) и мастера бизнес-администрирования (MBA) в Бостонском колледже (Boston College). В настоящее время является директором-распорядителем организации Value Analytix (Лондон). В области оценки стоимости для акционеров и применения стоимостных методов управления работает с 1988 года. Сотрудничал с более чем 200 организаций в 35 странах, участвовал в сделках по слиянию и поглощению компаний на общую сумму свыше 60 млрд дол. Провел много экспертиз по структуре капитала, рейтингу задолженности, системам стратегического планирования и системам управления рисками. До того как стать соучредителем Value Analytix, Бассетт был директором-распорядителем Alcar International и Corporate Performance Systems, вице-президентом Security Pacific Merchant Bank в Лондоне и Нью-Йорке, штатным сотрудником в нескольких кабинетах министров Канады.

**Блэк Эндрю (Black Andrew)** окончил Университет Сассекса (Sussex University), имеет ученые звания доктора фи-

лософии и магистра экономики. В настоящее время является директором-распорядителем финансовой консультационной компании Building Value Associates Ltd., до этого работал в PricewaterhouseCoopers в качестве директора, где руководил группой, занимавшейся стоимостью для акционеров. Участвовал в разработке программы «ValueBuilder», написал книгу (в соавт.) «In Search of Shareholder Value» (1998, 2001). Ранее работал для нескольких банков в качестве экономиста и аналитика по движению акционерного капитала, а также разработчика глобальных инвестиций. До этого сотрудничал с такими крупными корпорациями, как Unilever, работал экономистом в Министерстве торговли и промышленности Великобритании (UK Department of Trade and Industry, DTI).

**Вайсенридер Фредрик (Weisenrieder Fredrik)** имеет степень магистра по экономике (Школа экономики и коммерческого права Гетенбурга – Gothenburg School of Economics and Commercial Law). Работал в начале 1990-х годов консультантом по финансовому управлению на основе денежного потока в капиталоемком секторе европейской экономики и преподавал в вышеназванной Школе экономики. Вместе с Эриком Оттоссоном разработал метод CVA<sup>®</sup>, позволяющий компаниям на основе традиционной системы бухгалтерского учета увязывать стратегическое планирование и принятие управленческих решений с обратной инфор-

мацией о финансовом результате деятельности.

**Джи Дейвид (Gee David)** имеет ученую степень по математике Кембриджского университета (Cambridge University). Получив квалификацию дипломированного бухгалтера, работал сначала в компании Aston Martin Lagonda, затем в British Leyland Motor Corporation. В 1974 году поступил в корпорацию, о которой рассказывает в своей статье, публикуемой в данной книге: работал в региональных и центральных финансовых и плановых управлениях этой корпорации. Перед уходом в 2002 году на пенсию руководил корпоративной службой планирования корпорации. В настоящее время работает консультантом по разработке стратегий и финансам в собственной фирме. В мае 2003 года Дейвид Джи был избран от партии либеральных демократов членом городского совета г. Редича и стал членом его исполнительного комитета. Связаться с Дейвидом Джи можно по электронной почте: david\_gee@talk21.com.

**Клабб Колин (Clubb Colin)** читает лекции и руководит секцией бухгалтерского учета в Школе бизнеса Лондонского имперского колледжа (Business School, Imperial College London). Главные интересы его научной деятельности лежат в сфере бухгалтерской информации и оценки акционерного капитала; имеет публикации в крупных международных научно-исследовательских журналах. Занимается иссле-

дованиями и консультациями в области анализа стоимости для акционеров, а также в области финансовой отчетности.

**Легг Элизабет (Legge Elizabeth)** имеет почетную степень по эконометрии Лондонской школы экономики (London School of Economics) и степень магистра Биркбек-колледжа в Лондоне (Birkbeck College, London). По окончании университета пришла в Национальный исследовательский институт экономики и социологии (National Institute of Economic and Social Research). Ее карьера складывалась таким образом, что от академических исследований она перешла к компьютерному программированию в компании Luftgansa (Германия), а затем в банковское дело. Как экономист и аналитик финансовых рынков с начала реформы британской финансовой системы, получившей название «Большой шок», работала в Сити, занимаясь организацией экономических исследований в лондонских отделениях Dresdner Bank и Bankgesellschaft Berlin. С 2001 года работает в Building Value Associates и Weavering Capital. Выполнила большое исследование по изучению надвигающегося на Европу пенсионного кризиса, пишет статьи и читает лекции по этому вопросу, часто появляется на телевидении в качестве ведущей мировых финансовых каналов.

**Ли Пол (Lee Paul)** – менеджер по работе с акционерами компании Hermes Investment Management (Лондон). Закон-



чив с отличием юридический факультет Оксфордского университета (Oxford University), работал десять лет журналистом в разных специализированных журналах, в том числе пять лет редактором «International Financial Law Review», а затем главным редактором «CFO Europe». Он продолжает писать, в том числе главы для книг о разных методах корпоративного управления и стратегического планирования. Удостоен Второй премии PricewaterhouseCoopers в области исследования проблем стоимости для акционеров (по Европейскому региону) за свою статью «Not badly paid but paid badly» («Неплохо оплачено, но оплачено плохо»).

**Оттоссон Эрик (Ottosson Erik)** имеет ученую степень магистра по промышленной технике и управлению, полученную в Институте технологии Университета Линкёпинга (Linköping University, Institute of Technology). Прежде работал стратегическим контролером в шведской компании SCA, где в основном занимался вопросами слияния, стратегии и управленческого контроля. Ныне он – председатель совета директоров компании Anelda, которую учредил вместе с Фредриком Вайсенридером в 1998 году с целью разработки и реализации метода финансового управления на основе денежного потока.

**Сироуэр Марк Л. (Sirower Mark L.)** имеет степень доктора философии за работу по конкурентной стратегии и фи-

нансам Высшей школы бизнеса Колумбийского университета (Columbia University Graduate School of Business) и магистра финансов и статистики Университета штата Индиана (Indiana University). В настоящее время он – старший эксперт в Boston Consulting Group (BCG) и является руководителем подразделения BCG по слиянию и приобретению компаний, продуктов и идей. Ранее преподавал в Уортонской школе Университета штата Пенсильвания (Wharton School of University of Pennsylvania) и много консультировал по вопросам стратегии и оценки сделок по слиянию и поглощению. Был профессором в Колумбийском университете, работал в KPMG, Burroughs Corporation и Pricewaterhouse. Преподает по совместительству в Стерновской школе бизнеса Нью-Йоркского университета (New York University's Stern School of Business). Марк Сироуэр – автор классического труда «The Synergy Trap: How Companies lose the Acquisition Game» («Ловушка синергии: как компании проигрывают игру в приобретение»), а его исследования и статьи по оптимальной практике проведения слияния получили высокую оценку в основных периодических изданиях по экономике.

**Сторри Марк (Storrie Mark)** – главный технолог и соучредитель Value Analytix, а также главный дизайнер программных продуктов, производимых компанией Value Analytix. Имеет более чем десятилетний опыт работы с финансовыми учреждениями, занимался оценкой стоимости

компаний, определением риска и планирования на основе стоимости. Обладает солидными знаниями информационных технологий. Работал в качестве аналитика в компании Alcar Group International, а также как разработчик программного обеспечения для Software AG.

**Томас Элисон (Thomas Alison)** имеет степень бакалавра Оксфордского университета, магистра по финансам и бухгалтерскому учету Лондонской школы экономики и доктора по оценке нематериальных активов. Начала свою карьеру как менеджер акционерного фонда в Северной Америке, затем работала в различных инвестиционных компаниях, в том числе в Baring Asset Management, где была директором глобальных исследований. Отсутствие доступной информации о потенциальных инвестициях заставило Элисон Томас заняться академическими исследованиями, и несколько лет она занималась анализом экономического содержания нефинансовой информации, используя большой практический опыт своей прежней консультационной деятельности. Сочетание знаний теории и практики привело Элисон Томас в PricewaterhouseCoopers (PwC), в группу, занимающуюся составлением отчетов о стоимости. Здесь предметом ее исследований стали способы увеличения экономической стоимости компаний путем совершенствования корпоративной бухгалтерской отчетности.

# Введение

## Эндрю Блэк

Стоимость корпораций важна в нашем обществе для каждого. От нее зависит наше будущее, поскольку в рынок акций вкладывается много наших денег в виде пенсий и других сбережений. Общество чувствует себя лучше, если курсы акций быстро растут, и соответственно приходит в уныние, когда они стремительно падают. Это, в свою очередь, может влиять на решения о потреблении и накоплении, принимаемые всеми главными участниками экономического процесса. Пока идет большая дискуссия о том, что движет стоимостью на рынке акций и что определяет истинную стоимость любого предприятия, предположения, что эти понятия идентичны друг другу, часто необоснованны. Рыночная стоимость акций фирмы может резко отличаться от оценки с других, например внутренней или ретроспективной, точек зрения.

В данной книге рассматриваются ряд моментов, влияющих на стоимость компаний, и способы ее определения. Анализ проводится в трех областях, непосредственно связанных с определением корпоративной стоимости, – это инвестирование, финансовая отчетность и технические вопросы получения стоимости.

В первом разделе нашей книги – «Вопросы инвестирования»

ния» – мы исследуем альтернативные методы оценки стоимости компаний, разработанные нынешним поколением институциональных инвесторов. В нем идет речь о долгосрочных инвестиционных горизонтах, обеспечивающих создание стоимости для акционеров, с одной стороны, и правильное корпоративное управление – с другой. По мнению авторов, существует четкая связь между этими факторами. Такой подход требует более высокой активности акционеров, направленной на повышение эффективности корпорации.

В данной книге рассматриваются ряд моментов, влияющих на оценку стоимости компаний, и способы ее определения.

А эффективность деятельности компаний необходимо повышать, чтобы можно было финансировать будущие пенсионные расходы. Учитывая долгосрочные демографические изменения, ложащиеся все большим бременем на пенсионные фонды, для накопительных пенсионных систем важно, чтобы активы продолжали функционировать эффективно.

Во втором разделе – «Вопросы финансовой отчетности» – мы рассматриваем способы изменения современной системы финансовых отчетов. Для этого имеется несколько причин. Коммерческая и финансовая жизнь постоянно сопровождается какой-нибудь скандальной сенсацией, за которой следует внезапный всплеск регулирования. Затем наступает период затишья, в течение которого бизнес возвращается к «нормальному» состоянию. В этой книге приведены некото-

рые объяснения того, почему, по нашему мнению, последние скандалы – это не просто буря в стакане воды, но, возможно, признак важного поворота в отношении общества к внутреннему взрыву и самоуничтожению крупных корпораций. Несомненно, важнейшим социальным (и политическим) следствием этого стало неоправданно широкое вовлечение некомпетентных в бухгалтерском деле людей в регулирующие данную сферу деятельности инстанции.

В последнем разделе – «Вопросы получения стоимости» – мы исследуем ряд нерешенных технических вопросов, касающихся оценки и получения стоимости, рассматриваем опыт и текущую деятельность тех, кто постоянно использует стоимостные методы управления, включая клиентов и консультантов. Мы разбираем также ряд практических вопросов, возникших в результате краха корпорации Enron, исследуем, почему инвестиционные решения часто не приносят желаемых результатов и почему так много слияний и поглощений терпят фиаско при прохождении теста «на создание стоимости».

Коммерческая и финансовая жизнь постоянно сопровождается какой-нибудь скандальной сенсацией, за которой следует внезапный всплеск регулирования. Затем наступает период затишья, в течение которого бизнес возвращается к «нормальному» состоянию.

За время подготовки статей, образовавших главы нашей книги, в мире произошло много изменений. Данная книга

могла бы также называться «Крах корпорации Enron» или «Необходимые методы оценки денежного потока». Нам придется затронуть эти проблемы. Тем не менее главная цель книги – собрать воедино различные и редко обсуждаемые вместе мнения. Они подобны реке, разделившей город на две общины, которые ведут раздельные и отличные друг от друга образы жизни. На одном берегу находится община финансового рынка, привыкшая рассматривать в свой телескоп обитателей другого берега реки. Это корпоративные менеджеры, проводящие здесь большую часть своего времени и часто с подозрением относящиеся к тому, что собирается сделать противная сторона на другом берегу. Замысел этой книги в том, чтобы создать мост, связывающий оба берега реки, с помощью двустороннего обмена доводами. На таком мосту существуют «сборы» – плата за услуги бухгалтеров, аудиторов, юристов и консультантов, которые могут объяснить, почему порой затрудняется движение по нему. Существуют также волны движения то в одном, то в другом направлении, что случается, когда интересы одной группы игнорируются другой. (В последнее время основное движение происходит от «финансовой» стороны к «управленческой», появились и «пробки».)

Эта книга является также попыткой понять, насколько успешными в течение последних нескольких лет были движение денежного потока и оценка стоимости компаний на основе дисконтированного денежного потока (DCF), а также

насколько хорош этот метод, отличающийся от других методов оценки, в основу которых положены прибыль или более хитроумные показатели.

Поэтому в следующих главах инвестиционные менеджеры, экономисты, консультанты, управляющие корпорациями менеджеры, бывшие банкиры, ученые и эксперты по информационным технологиям пишут о том, каким они видят развитие управления, корпоративных стратегий, инвестиционных решений, информационных технологий, финансовой отчетности и бухгалтерского учета на основе стоимостных методов. Все это связано между собой благодаря общему пониманию: оценка стоимости компаний и финансовых активов на основе денежного потока позволяет проникнуть в сущность обсуждаемых проблем. Выраженные здесь суждения далеки от единообразия; у некоторых авторов совершенно особая позиция относительно последних направлений развития. Но эта во многом субъективная сфера управления находится пока в стадии становления, и важно постараться понять вероятные направления ее развития.

По мере написания этой книги оказалось, что многие изначально критические высказывания сторонников метода денежного потока были опровергнуты реальными событиями.

Было бы чрезмерно оптимистичным предположить, что соответствующие трудности и проблемы идентифицированы, не говоря уже о том, что они решены. Однако по ме-



ре написания этой книги оказалось, что многие изначально критические высказывания сторонников метода денежного потока были опровергнуты реальными событиями. Похоже, что финансовые рынки и профессиональные бухгалтеры намерены попытаться разрешить некоторые очень серьезные вопросы.

## **Структура книги**

Книга начинается с рассмотрения финансовых рынков. Теория стоимости для акционеров и практика ее создания означают попытку согласовать интересы акционеров с интересами корпоративного управления более тесно, чем это было до сих пор. Одним из результатов этого стал рост так называемой «активности акционеров». Книга содержит две главы, посвященные этому вопросу, – Пола Ли из корпорации Hermes Investments (Великобритания) (глава 1) и Хосе Арау из CalPERS (США) (глава 2). По мнению Ли, главной целью большинства институциональных инвесторов является получение долгосрочной стоимости для акционеров, которая ни в коем случае не сводится к сумме отдельных краткосрочных «максимизированных позиций». Достижение более высокой доходности для акционеров, считает он, – это способ обеспечить лучшие результаты и для других вовлеченных в инвестиционный процесс лиц. Ли доказывает, что правильное корпоративное управление тоже дает выигрыш.

Институциональные инвесторы могут на деле вмешиваться в деятельность компании с целью изменить направление и состав управления и тем самым увеличить доходность для акционеров.

В главе 2 Хосе Арау детализирует подход, принятый в течение многих лет в CalPERS, и фактами подтверждает, как инвестор, полностью полагающийся и в основном следующий индексному методу, извлекает выгоду в результате своего вмешательства с целью стимулировать эффективность работы слабых компаний, законно добиваясь замены неспособных управляющих. Арау приводит несколько примеров, когда вмешательство CalPERS было временным, но эффективным, в том числе в таких крупных компаниях, как General Motors. Он также ссылается на исследования, показывающие, как компании, до вмешательства слабо котирующиеся на фондовой бирже, существенно превзошли в последующие пять лет национальный средний индекс.

В обеих главах содержится вывод, что более прямое вмешательство инвесторов – собственников открытых компаний, акции которых котируются на фондовой бирже, – может иметь положительное воздействие, помогая сократить разрыв между собственностью и управлением, который, как считается, во многом стал причиной низкой результативности корпоративных финансов. Все это относится к предложениям Великобритании (сделанным Комитетом Хиггса (Higgs Committee), о чем сообщалось летом 2003 года) на-

делить главного независимого директора, который не должен являться исполнительным лицом компании, полномочием проводить раз в год или чаще, если требуется, прямые переговоры с крупными акционерами компании. Мы считаем, что это отражает мнение таких групп, как Hermes и CalPERS.

Далее следует глава 3, написанная Элизабет Легг из Weaving Capital, посвященная трудным проблемам, стоящим перед системами пенсионного обеспечения в Европейском союзе. Это печальное повествование об упущенных возможностях и плохо проведенных реформах, а также описание демографической бомбы замедленного действия, которая станет источником многих политических трений в будущем. Уже сейчас налицо большое недовольство пенсионным обеспечением во Франции, а в Великобритании дополнительные правительственные субсидии на школьное образование полностью израсходованы на повышение пенсионных пособий учителям. Чтобы существующая пенсионная система выжила, автор предлагает повысить пенсионный возраст к концу этого столетия до 75 лет.

Основополагающим вопросом, разумеется, является обеспечение источников средств для выплаты пенсий, а в системе финансирования пенсионных фондов единственный актив, способный обеспечить рост капитала, – обыкновенные акции. И в этом смысле поиск способов увеличения доходности инвестиций должен повысить интерес людей на

«финансовом» берегу нашего гипотетического города к результатам управления.

Эта глава задает ряд головоломок для политиков. При всех пенсионных схемах необходимо, чтобы вкладчиков было больше, чем пенсионеров, однако демографические факторы в странах Организации экономического сотрудничества и развития, ОЭСР (Organization of Economic Cooperation and Development), делают это в высшей степени невероятным. Легг поднимает вопрос: кто в конце концов отвечает за пенсионное обеспечение? Ведь государственное вмешательство было вызвано глубоким неверием в то, что индивидуумы накопят под старость необходимую сумму. Такой скептицизм ни в коем случае не исключается, но эта чрезмерная установка многих европейских стран на государственное вмешательство наверняка увеличивает ожидания людей до неоправданно высокого уровня. Увы, политика Великобритании едва ли лучше; в действительности, утверждает автор, она еще хуже. Неудовлетворительные решения руководства Equitable Life, например, уже привели к разочарованию многих пожилых людей. Скандал с Maxwell, повлекший разграбление корпоративного пенсионного фонда, которое было незаконным даже с технической точки зрения, наглядно показывает, насколько хрупка вся система пенсионных фондов частных компаний в Великобритании. Поэтому если обычные инвесторы по определению стремятся получать более высокие доходы, то пенсионная отрасль вызы-

вает к ним с единственной целью избежать надвигающегося развала пенсионной системы.

Затем мы обращаемся к ряду проблем, касающихся финансовой отчетности в целом. Ясно, что поскольку финансовые результаты деятельности важны, необходимо знать, можем ли мы их в настоящее время измерить объективно и без особых трудностей. Первая из четырех глав этого раздела (глава 4) написана Элисон Томас из Оксфордского университета и корпорации PwS, которая рассматривает проблемы, возникшие из-за роста нематериальных активов, и связанный с этим вопрос об учете нефинансовых факторов, вносящих вклад в общий успех компании. Подобно «черным дырам» во Вселенной, нематериальные активы существуют, но никто не может их увидеть, не говоря уже о том, чтобы правильно оценить.

Томас рассматривает также ряд альтернативных показателей результативности с экономической, экологической и социальной точек зрения (так называемая «тройная шкала итоговых показателей»). Некоторые из них можно отнести к категории стоимостных показателей, дающих более полную оценку результатов деятельности корпорации. Автор доказывает, что увеличение степени раскрытия нефинансовой информации поможет инвесторам и остальным понять природу долгосрочных связей, необходимых для поддержания процветания конкретной компании.

Подобные рекомендации могут быть расценены как втор-

жение в деятельность компаний, стремящихся избежать бюрократической волокиты. Поэтому финансовое сообщество, скорее всего, отнесется к этим рекомендациям с подозрением, указав, что нет достаточного контроля за характером, качеством и надежностью такой информации. По всей видимости, это предполагает необходимость совсем другого аудита, для которого потребуется и другой тип аудитора.

Специфический вопрос о нематериальных активах осложняется путаницей в учете неосязаемого капитала («гудвилла»)<sup>1</sup> фирмы (надо ли по нему делать амортизационные списания или нет?) и в определении времени возможной «реализации» стоимости нематериальных активов и неосязаемого капитала. В настоящее время проблема ясна: эндогенный неосязаемый капитал не отражается в балансовом отчете – оставаясь «черной дырой» – до тех пор, пока он не выкристаллизуется как часть какой-либо сделки. Это, наверное, помогает объяснить, почему так много слияний и поглощений происходит в промышленных отраслях, где оценка интеллектуальной собственности и затруднительна и важна.

Специфический вопрос о нематериальных активах осложняется путаницей в учете неосязаемого капитала («гудвилла») фирмы (надо ли по нему

---

<sup>1</sup> Престиж, деловая репутация, связи, клиенты, кадры компании как ее актив. Не имеет самостоятельной рыночной стоимости и учитывается главным образом при слияниях и поглощениях. – *Здесь и далее примеч. редактора.*

делать амортизационные списания или нет?) и в определении времени возможной «реализации» стоимости нематериальных активов и неосязаемого капитала.

В главе 5 Эндрю Блэк из компании Building Value Associates Ltd берется за трудное дело, пытаясь идентифицировать системные проблемы в мире бухгалтерского учета и указать, что с ними можно сделать. В числе таких проблем – учет доходов и структур целевого назначения (SPV). Они влияют на все методы бухгалтерского учета. Затем он перечисляет ряд довольно печальных скандалов и проблем из-за «неправильного аудита», рассматривая их более подробно и ссылаясь на последние события в США, где закон Сарбейнса – Оксли, согласно которому установлению учетных стандартов будет придаваться гораздо большее значение, вероятно, приведет к большим изменениям в бухгалтерском учете и аудите, причем не только в США: другие ведущие страны ОЭСР тоже предпримут дальнейшие шаги по регулированию деятельности аудиторов, особенно в отношении их независимости и стандартов профессионального поведения.

Несмотря на то, что намерение подчеркнуть превосходство содержания над формой является правильным, сложности международной финансовой отчетности, вероятно, вызовут дальнейшую кодификацию и стандартизацию практики бухгалтерского учета во всех странах мира. Оставаясь желательным в связи с идеей перехода к Международным

стандартам бухгалтерского учета (International Accounting Standards, IAS) в 2005 году, единый стандарт финансовой отчетности для финансовых рынков, наверное, может быть принят только при условии больших компромиссов. Учитывая важность финансовой отчетности для завершения создания общеевропейского рынка капиталов, не исключено давление на Европейскую комиссию (European Commission) с целью заставить ее ввести единые показатели, позволяющие стандартизировать и гармонизировать структуры налогообложения корпораций, т. е. пойти значительно дальше, чем намерены пойти большинство политиков в их желании национальной «налоговой независимости». Иски о признании налоговых потерь в одной стране Европейского союза уже ожидают решения в налоговых службах других стран ЕС.

По мнению Блэка, последствия краха Enron и других компаний снизили престиж профессиональных бухгалтеров и могли бы открыть область финансового и нефинансового аудита и анализа для более широкой группы экспертов. Бухгалтеры, возможно, потеряют свою монополию.

Обращаясь к сути метода анализа денежных потоков, Колин Клабб из Школы бизнеса Лондонского имперского колледжа предлагает новый подход к финансовой отчетности (глава 6). Он считает, что переход к этому методу обеспечит более точный учет доходов, если рассматривать стоимость корпорации как сумму денежных потоков от основной деятельности и будущих денежных потоков, которые компания



могла бы заработать. Он считает, что использование этого метода увеличит социальную значимость показателя общей доходности для акционеров и целей повышения стоимости для акционеров и заставит компании объяснять и реагировать на оценку рынком капиталов их возможностей и результатов деятельности. Не исключено, что это приведет к более оживленному движению между обеими частями выше-названного гипотетического города. Кроме того, это ускорило бы отказ от использования счета прибылей и убытков и сконцентрировало бы внимание на оценке стоимости активов. Наконец, это повысило бы значение источников и учета денежных потоков, которые заняли бы центральное место в системе финансовой отчетности, – в этом еще одна из идей главы 5.

Данная мысль продолжена в главе 7, написанной Ричардом Бассеттом и Марком Стоппи из компании Risktoolz (США), которые очень подробно рассматривают крах корпорации Enron. Они считают, что корень проблемы в том, что слишком мало внимания уделялось анализу денежных потоков. Если бы это делали более прилежно, то, наверное, преступления руководства Enron стали бы известны намного раньше и более широкому кругу лиц. Авторы напоминают, что ретроспективная финансовая отчетность этой компании упрямо отражала «рост» доходов даже тогда, когда цена акций падала, наглядно показывая тем самым, что происходит, если на какое-то время закрывается мост между дву-

мя частями вышеназванного города (финансовой и управленческой). Они называют несколько факторов, приведших к падению компании, но полагают, что это не столько системный кризис, сколько результат неправильного применения Общепринятых принципов бухгалтерского учета США (US Generally Accepted Accounting Principles, US GAAP). Однако, продолжают они далее, падение компании все равно было неотвратимо, даже если бы она следовала названным принципам учета. Это, считают авторы, увеличивает важность денежных потоков, а также прогнозов деятельности компаний, которые необходимы для нормального функционирования рынка капиталов США. С их точки зрения, закон Сарбейнса – Оксли сделает подобные прогнозы аудиторов фактически невозможными, что, в свою очередь, увеличит изменчивость финансовых рынков.

После этого мы переходим к другому комплексу вопросов, а именно к техническим проблемам получения стоимости. Насколько действенны методы оценки стоимости по денежному потоку и управление на основе стоимости (VBM)? Дейвид Джи в главе 8 исследует конкретный случай, анализируя конкретные вопросы, которые приходится решать, когда действительно хотят успешно осуществить переход к управлению на основе стоимости. Он делает вывод о том, что, с точки зрения клиента, практическое применение VBM способно существенно изменить деятельность компании, причем в наибольшей степени это будет касаться кор-

поративной культуры управления и поведения менеджеров, заставляя последних ставить те же вопросы, которые задают люди на другой стороне «моста». Хотя для внедрения стоимостных методов управления потребуются время и деньги, а также действенная поддержка со стороны членов высшего руководства компании, VBM способно дать полезные результаты – прежде всего в деле увеличения стоимости для акционеров и достижения большей эффективности.

Закон Сарбейнса – Оксли делает подобные прогнозы аудиторов фактически невозможными, что, в свою очередь, увеличит изменчивость финансовых рынков.

Итак, для клиента все хорошо, а для консультанта? Профессор Джон Барбур в главе 9 дает краткий обзор всех «за» и «против» управления, ориентированного на стоимость для акционеров (MFV), с точки зрения консультанта. Он утверждает, что важно видеть в MFV больше, чем просто набор электронных таблиц; этот метод должен включать в себя понимание и изменение стратегии на высших уровнях компании. Это не всегда популярно, особенно если при этом приходится жертвовать какими-либо символами, олицетворяющими управление. Он указывает также, что успешные проекты MFV требуют поддержки высшего руководства, а также изменения внутрифирменных систем информации.

Другой консультант, Марк Сироуэр из BCG, дает нам в главе 10 подробный обзор того, как достигнуть роста

стоимости за счет слияний и поглощений. Критик со стажем деятельности компаний по слиянию и поглощению, Сироуэр утверждает, что первоначальное суждение рынка о каком-либо слиянии или поглощении почти всегда является правильным. Если первоначальной реакцией рынка является снижение цены поглощаемой фирмы, то очень вероятно, что курс ее акций и впоследствии будет отставать от среднерыночного курса. Если первоначальная реакция рынка свидетельствует о росте цены, то следующий за объявлением о слиянии первоначальный рост курса акций приобретающей компании продолжится. Поэтому после слияния, за неимением ничего другого, и инвесторы и менеджеры будут привязаны к экранам своих компьютеров и страницам «Financial Times» и «Wall Street Journal». Сироуэр показывает, что компании, которые переплачивают в процессе достижения своих целей, как правило, впоследствии разоряются и что сделки с денежной оплатой эффективнее, чем сделки, финансируемые за счет предложения акций.

Все эти рассуждения проливают свет на порой очень туманные и запутанные проблемы. Автор к тому же предлагает читателям «дорожную карту», показывающую, как получить выгоду от слияния и избежать явных ловушек, и рассматривает так называемую «наступательную» кампанию и успешные стратегии по слиянию и поглощению. Сироуэр развивает свои идеи, подкрепляя их перечнем практических действий, необходимых для последующей успешной интеграции

вновь образовавшейся компании.

Затем мы еще глубже погружаемся в мир корпоративного менеджмента (глава 11). Эрик Оттосон и Фредрик Вайсенридер из корпорации Anelda вскрывают коренные ошибки современной финансовой отчетности. Авторы отмечают, что вопреки благим обещаниям отдельные инвестиционные проекты не достигают поставленных целей, несмотря на то, что это возможно, судя по показателям рентабельности инвестиций. Исследователи предлагают схему решения этой дилеммы с помощью методов, основанных на учете денежного потока и обеспечивающих великолепные возможности выбора отдельных инвестиционных проектов и оценки их воздействия на стоимость. Они также подвергают тонкой критике реформаторские усилия Сарбейнса и Оксли, полагая, что обычные генеральный или финансовый директора, подписывающие свои многократно выверенные финансовые отчеты, могут последовать плохим советам.

Мы надеемся, что после столь обильной «пищи» читатель не раз пересечет «мост» и начнет уяснять некоторые из тех серьезных вопросов, которые тревожат сегодня умы многих вдумчивых финансовых аналитиков и комментаторов. В компаниях разрабатываются меры, воздействующие как на акционеров, так и на других заинтересованных лиц. Эта книга является небольшим вкладом в освещение этих мер в надежде, что прежде неясные составляющие станут понятнее в рамках материала, посвященного способам увеличения сто-

имости для акционеров.

# **Раздел I**

## **Вопросы инвестирования**

### **Глава 1**

#### **Инвесторы и долгосрочная стоимость для акционеров**

##### **Пол Ли**

##### ***Hermes Pensions Management***

В конце 1990-х – начале 2000-х годов наблюдались заметный бум и спад фондового рынка, добавившие «теоретические» миллиарды к стоимости компаний лишь для того, чтобы снова их уничтожить. В обычном понимании это было великолепным примером создания и затем разрушения стоимости для акционеров.

Но это всего лишь ошибочно принимаемое за долгосрочную стоимость краткосрочное изменение курсов. С 1998 по 2000 год корпорация Vivendi Universal приобрела несколько компаний суммарной стоимостью свыше 60 млрд евро. Однако отдача от этих инвестиций оказалась почти на 10 % ниже, чем затраты на привлечение капитала (далее для кратко-

сти мы будем использовать термин «затраты на капитал»). Так стоило ли это увеличения курса акций на 60 евро, с 35 до 95? Летом 2002 года Vivendi Universal была на грани банкротства, а курс ее акций в момент написания данной статьи непоколебимо оставался менее 20 евро. В 2000 году на пике бума технических средств для телекоммуникаций курс акций компании Cisco составил 82 дол., что в переводе на чистую приведенную стоимость должно было означать рост на 30–50 % в год и сохранение ее уже высокой прибыли. Неудивительно, что курс акций Cisco снизился более чем на 80 % по сравнению с пиком. Конечно, подобные интернет-компании никогда не заслуживали тех абсурдных оценок, которые им давали рынки; и незачем пользоваться бухгалтерскими ошибками какой-нибудь очередной корпорации Enron или WorldCom, чтобы показать, что рыночная цена может не совпадать с реальной стоимостью.

## **Несовершенный рынок**

Когда вы думаете о факторах, определяющих предложение и спрос, даже скептикам ясно, что речь идет о цене, а не о стоимости. Акции некоторых компаний, например непривлекательной в других отношениях Wanadoo, очень возросли в цене из-за ограниченного предложения, хотя и были в полной мере представлены в рыночных индексах. Маневр, предпринятый составителями индексов, – изменение весов,



которые они присваивают акциям с ограниченным хождением, – сыграл свою роль в снижении спроса на эти акции и в понижении их курсов. Уровень свободного колебания курса акций, разумеется, не связан с лежащей в основе стоимостью данной компании.

Все знают, что дела на фондовом рынке обстоят плохо. Некоторые все еще опрометчиво держатся за гипотезу совершенного рынка. Тем же из нас, кто на собственном опыте знаком с фондовым рынком, известно, что часто нет других, кроме психологических, причин, чтобы объяснить его очевидную неспособность признать стоимость (пока какое-либо внешнее событие не изменит сложившееся положение и не сделает невозможным игнорирование ее) или тенденцию к завышению стоимости, продолжающемуся до тех пор, пока разрушение стоимости не становится столь значительным, что не может быть проигнорировано.

В этом смысле просто глупо думать о стоимости для акционеров как о цене акций какой-либо компании, каждый раз назначаемой рынком. Порой такая цена будет действительно точной – конечно, со временем движение курса приблизит ее к точному отражению изменений в стоимости компании, – но настроение рынка похоже на супертанкер, который очень медленно меняет направление своего движения. Более того, краткосрочные факторы, влияющие на предложение и спрос в рамках этого рынка, могут оказывать искаженное воздействие. Стихийное развитие интернет-компаний пока-

зало также, что «супертанкер настроения» часто пускается в движение на высокой скорости в совсем неправильном направлении. Тогда развернуть его в нужном направлении становится еще труднее, чем обычно.

В этом смысле просто глупо думать о стоимости для акционеров как о цене акций какой-либо компании, каждый раз назначаемой рынком.

## **Долгосрочная перспектива**

Не будет радикальным мнение, что стоимость для акционеров есть нечто более долговременное, чем краткосрочные рыночные колебания курса. Во всяком случае, основная масса инвестиций – долговременные. В Великобритании, например, на пенсионные фонды и компании по страхованию жизни, инвестиционный горизонт которых составляет 20 и более лет, приходится более 60 % фондового рынка в целом. Кроме того, большая часть инвестиций в розничную торговлю тоже будет осуществляться на более длительный срок. Аналогичные пропорции свойственны большинству развитых рынков.

И эти инвесторы являются действительно долгосрочными в своей перспективе. Обзор, проведенный пару лет назад Национальной ассоциацией пенсионных фондов Великобритании (UK's National Association of Pension Funds), выявил, что пенсионные фонды владеют ценными бумагами в среднем

восемь лет. Если вы вспомните, что многие акции, по сути, не будут проданы этими фондами, а ряд компаний станут объектом приобретения или обанкротятся (таким образом пенсионные фонды еще больше продлят срок владения средствами), — то становится ясно, что инвестиционная политика фондов не является краткосрочной, как это часто предполагается.

Итак, почему курсы акций в краткосрочном периоде не всегда отражают истинную стоимость компании? Существует ряд причин.

Во-первых, наряду с долгосрочными инвесторами есть много краткосрочных инвесторов. По своей природе краткосрочные инвесторы более активны на рынке и будут иметь больше влияния на ежедневные курсы акций. Фонды хеджирования являются примером таких «быстроногих», часто движимых моментом, инвесторов, которые могут «загнать оценки за пределы логики»: действительно, некоторые могут получать выгоду от чрезмерного завышения курсов любым способом. Аналитики приветствуют этот тип поведения и приспособливают свои рекомендации, касающиеся операций с ценными бумагами, к интересам подобных трейдеров. По крайней мере, частично это происходит из-за того, что аналитики, представляющие интересы продавцов, являются частью брокерских организаций и органов, которые получают доход от высоких объемов торговли. Из-за этих экономических причин в дискуссиях аналитиков, как с компани-

ями, так и между собой, проявляется тенденция фокусировать внимание на краткосрочных факторах, влияющих на торговые стратегии. Не удивительно, что компании обвиняют Сити в преследовании краткосрочных интересов.

Во-вторых, агенты, действующие от лица долгосрочных инвесторов, могут не работать на те долгосрочные перспективы, которые были бы выгодны их клиентам. «Myners Report» (Великобритания)<sup>1</sup> указывает на различные конфликты интересов и разницу в подходе, возникающие между конкретным долгосрочным реальным владельцем ценных бумаг и фондовым менеджером, который действует в качестве его инвестиционного агента. То, что может быть измерено, измеряется, и там, где фондовые менеджеры чувствуют, что об их работе будут судить по результатам деятельности в течение трех или шести месяцев, им трудно выйти за пределы этой краткосрочной результативности и думать о долгосрочной стоимости. Управление рисками сосредоточено, скорее, на сравнении показателей, т. е. на отслеживании индексов, не выходя из кабинета (но с комиссионными за активное управление средствами), а не на управлении рисками конкретных клиентов. Игнорируется очевидность того, что после получения комиссионных активное управление фондами не добавляет стоимости, ограничиваясь пассивным отслеживанием индексов. Предложения по повышению профессионализма доверительных собственников пенсионных фондов и проведению других структурных реформ в данном

секторе касаются, вероятно, и вышеперечисленного.

В-третьих, ясно, что не все долгосрочные инвесторы в перспективе одинаковы. Интересная информация содержится в исследовании, опубликованном в 2000 году Шейкером Зара и двумя его коллегами из Университета штата Джорджия (Georgia State University)<sup>2</sup>. Авторы обнаружили, что определенные инвесторы, например страховые компании и банки, чутко реагируют на давление, оказываемое на них в результате конфликта интересов, с которым они сталкиваются, тогда как другие учреждения – обычно это пенсионные фонды – являются более стойкими по отношению к давлению со стороны компаний. По мнению исследователей, компании, где акционеры больше сопротивляются давлению, более эффективны.

То, что может быть измерено, измеряется, и там, где фондовые менеджеры чувствуют, что об их работе будут судить по результатам деятельности в течение трех или шести месяцев, им трудно выйти за пределы этой краткосрочной результативности и думать о долгосрочной стоимости.

Логика этого состоит в том, что подчинение или сопротивление давлению части инвесторов означает меньшую или большую конкурентоспособность. Поскольку компании, среди инвесторов которых преобладают восприимчивые к давлению, менее предприимчивы, их финансовые показатели, как правило, хуже, чем у компаний, инвесторы которых со-

противляются давлению.

В-четвертых, большинство фондов имеют строгие правила в отношении типа компаний, в которые они могут вкладывать свои средства; эти правила касаются местонахождения, принадлежности к отраслям, соответствующих индексов и т. д. Так, если акции компании исключены из биржевого списка в Великобритании в пользу, скажем, Франции, то, несмотря на то, что не произошло никакого изменения в истинной стоимости этой компании, курс ее акций будет понижаться по мере распродажи всех ее фондов в Великобритании.

Вопреки этим факторам большинство инвесторов на фондовых рынках вовлечены в долгосрочную деятельность. Там, где понимание этого постепенно внедряется в рыночную практику, наблюдается ряд позитивных моментов.

Цинизм по отношению к инвесторам среди компаний, привлекающих средства, начинает исчезать; становится возможным более глубокий диалог между ними по вопросам, относящимся непосредственно к производству стоимости в течение длительного срока, а не сосредоточенным на текущих краткосрочных показателях ради обновления электронных таблиц. Это должно привести к более эффективному распределению капитала и совершенствованию долгосрочной инвестиционной политики, от которой зависят ВВП и рост занятости.

Большинство инвесторов на фондовых рынках

вовлечены в долгосрочную деятельность.

Чтобы достигнуть данных целей, необходимо показать обосновательность критики концепции стоимости для акционеров со стороны ведущих компаний. Например, в континентальной Европе у многих представителей новых рынков, профсоюзов и оппозиционных групп в разных странах с развитой экономикой существует опасение, что сосредоточение внимания на стоимости для акционеров подразумевает (а международные инвесторы настаивают на этом) сосредоточение усилий компании на получении краткосрочной прибыли для акционеров – часто в ущерб интересам других участников процесса, например служащих компаний и местных жителей, опасющихся загрязнения окружающей среды.

Там, где стоимость для акционеров однозначно носит долгосрочный характер, а не связана с сиюминутными денежными доходами, отношение к международным инвестициям и развитию экономики, которое они могут с собой принести, будет наверняка более благоприятным. Многие инвесторы ныне поняли необходимость защищать интересы всех участников инвестиционного процесса во имя сохранения стоимости для акционеров в течение длительного периода. Собственник и главный клиент корпорации Hermes – пенсионный фонд British Telecom Pension Scheme – настаивал на применении следующего принципа для всех ее инвестиций:

Деятельность компании в долгосрочных интересах ее акционеров требует эффективного управления

взаимоотношениями с ее служащими, поставщиками и заказчиками, этичного поведения и соблюдения защиты окружающей среды и интересов общества в целом.

Кроме того, сосредоточение на долгосрочной стоимости для акционеров действительно выгодно для всех участников инвестиционного процесса в течение длительного периода. Клиенты получают выгоду в результате того, что на конкурентном рынке данная компания будет стараться обеспечить их отличным предложением. Стремясь к росту эффективности издержек, она нанимает и лучше оплачивает труд большого количества людей. Это приносит пользу и окружающей среде. Сравните загрязненность крупных городов и расположенных вокруг них территорий в бывших социалистических странах с состоянием городов и окружающей среды в капиталистической экономике. Мы работаем с компаниями, чтобы поддерживать в них ответственность за соблюдение интересов наших клиентов.

## **Преимущества правильного корпоративного управления**

Несмотря на то, что необходимость долгосрочного подхода становится все более очевидной, существуют тем не менее серьезные причины того, почему инвесторы большее предпочтение отдают получению краткосрочной денежной прибыли от инвестиций на слаборазвитых рынках. Это инвести-



ционная теория «синицы в руках»: выплатить акционерам денежные дивиденды важнее, чем реинвестировать их в бизнес. Подобная позиция типична в том случае, когда инвесторы не доверяют руководству компании и не верят, что всякая реинвестиция создает стоимость. Чтобы поднять доверие и тем самым изменить соотношение дивидендов и реинвестиций в пользу последних, как правило, требуются большая открытость информации и лучшее качество корпоративного управления.

Пока акционеры не поверят, что деньги, которые можно использовать на дивиденды, будут реинвестированы разумно и ожидаемый доход превысит затраты вложенного капитала, они будут требовать выплаты дивидендов. Конечно, когда инвесторы опасаются, что компания склонна присвоить их средства, они захотят, чтобы их риск был компенсирован высокой доходностью. Поэтому призывы инвесторов к хорошему корпоративному управлению и контролю (например, назначение подлинно независимых внешних директоров и создание компенсационных фондов, которые увязывали бы интересы руководства компании и акционеров) должны учитываться компаниями, нуждающимися в долгосрочных инвестициях. Если они делают это, то и дальше будут находить инвесторов, снижать затраты на капитал и испытывать меньшее давление со стороны акционеров, требующих выплаты основной массы прибыли в виде дивидендов. Получив свободу реинвестиции прибыли в свой бизнес, компании

будут создавать долгосрочную стоимость для акционеров, а также для самих себя.

Выплатить акционерам денежные дивиденды важнее, чем реинвестировать их в бизнес. Подобная позиция типична в том случае, когда инвесторы не доверяют руководству компании.

Существует множество реальных свидетельств того, что хорошее корпоративное управление ведет к упрочению положения компаний. Согласно обзорам McKinsey, оценка стоимости компаний с хорошим руководством может быть на 15 % выше, чем однотипных компаний, где управление хуже. Ряд других исследований подтверждает это. В 1998 году Айра Мильштайн и Пол Макэвой из Йельской школы менеджмента (Yale School of Management)<sup>3</sup> выявили, что хорошо управляемые компании дают больше прибыли. Пользуясь рейтингами CalPERS<sup>4</sup>, они обнаружили, что доходность компаний, имеющих высший рейтинг, была на 7,3 % выше доходности компаний с низким рейтингом. Позднее Пол Гомперс и Джой Ишии из Гарварда и Эндрю Метрик из Уиртона<sup>5</sup> ранжировали компании, применив свой собственный сложный «управленческий» индекс, и нашли, что портфель акций, купленных по высшему курсу и проданных по низшему, мог принести в 1990-х годах сверхдоход (в среднем по 8,5 % в год).

Существует множество реальных свидетельств того,

что хорошее корпоративное управление ведет к упрочению положения компаний.

## **Стоимость и обновление руководства компании**

По нашему мнению, компании с хорошо структурированными и правильно действующими советами директоров способны лучше разрабатывать свою стратегию и быстро адаптироваться к меняющейся обстановке. Мы часто наблюдаем в компаниях, в которые вкладываем деньги, как закосневший в своих взглядах совет директоров постепенно ослабляет конкурентные позиции своей организации, что ведет к снижению прибыли. В то же время имеется много причин того, что «оживление» советов за счет новых независимых внешних директоров и более эффективных управленческих структур стимулирует новое мышление в целом и усиливает сосредоточенность на главных сферах компетенции.

Возьмем компанию Tomkins. Мы работали с ней с середины 1999 года, уговаривая тогда председателя совета и генерального директора Грега Хатчингса изменить компанию, которую он создал, и снова превратить расплывшийся конгломерат в узконаправленную организацию. Помогло нам то, что эта компания недавно ввела в совет директоров абсолютно независимого члена, не являющегося исполнительным лицом компании, в лице Дейвида Ньюлэндса – бывше-

го финансового директора General Electric Company (GEC). Следуя рекомендациям, совет директоров пригласил еще одного независимого директора-«тяжеловеса» – сэра Брайана Питмэна, глубоко почитаемого за возрождение Lloyds Bank.

Вскоре после того, как мы включились в процесс реорганизации компании Tomkins, она продала отделение RHM, занимавшееся хлебопекарными изделиями и другими продуктами питания. Последовавшие за этим сделки постепенно избавили ее еще от одного филиала (называемого «Садоводство и досуг»), предметами деятельности которого были как личное огнестрельное оружие фирмы Smith & Wesson (это потом подлежало судебному разбирательству в США), так и газонокосилки «Hayter», а также от ряда других эклектичных видов деятельности.

В компании Tomkins уже многое изменилось в лучшую сторону, когда на ежегодном общем собрании акционеров в 2000 году разразился скандал и Хатчингс был вынужден в ноябре того же года уйти в отставку. На той стадии присутствие в совете уважаемых внешних директоров стало жизненно важным не только для реорганизации компании, но и для создания условий ее выживания в дальнейшем. Если бы Ньютонс не смог стать председателем совета директоров и взять управление компанией в свои руки, Tomkins, по видимому, была бы срочно распродана по частям, что обогатило бы покупателей, но совсем не помогло бы акционерам; не исключена была и возможность банкротства.

# Принципы деятельности

Наше соглашение с компанией Tomkins является типовым. Мы стремимся обеспечить, чтобы в советах директоров имелись опытные независимые внешние директора для компетентного рассмотрения долгосрочных стратегических вопросов. Затем мы задаем вопросы относительно их стратегии и помогаем им подвергнуть сомнению статус-кво компании. Лишь посредством такого пересмотра стратегии обновляется и совершенствуется долгосрочная политика компании. Недавно корпорация Hermes опубликовала документ «Принципы компании Hermes»<sup>6</sup>, в котором излагаются наши ожидания от компаний, в которые вкладывают деньги клиенты Hermes, касающиеся стратегии, структуры капитала, а также социальных, экологических и этических понятий.

Этот документ устанавливает различные стандарты в информационной, финансовой, стратегической, а также в социальной, нравственной и экологической областях. В информационной области мы ожидаем, что компании будут прозрачны и открыты в информационном отношении для своих акционеров, особенно по вопросам стратегии и прогнозирования. В финансовой – что компании смогут определить и измерить, где они создают самую большую стоимость; подробно проанализировать и оценить любой инвестиционный проект; полностью реализовать возможности в

рамках своей основной деятельности и органично в ней расти, не стремясь к преждевременной диверсификации; оценивать и стимулировать работу руководителей по созданию стоимости для акционеров; быть экономически рентабельными; иметь эффективную структуру капитала, минимизирующую затраты на капитал.

Что касается стратегии, то мы ожидаем от компаний определения их конкурентных преимуществ и формирования ими стратегий, полностью использующих эти преимущества; кроме того, мы ожидаем от них объяснения причин возникновения каждого из их видов деятельности. Что касается социальных, нравственных и экологических проблем, компаниям потребуется управлять своими отношениями со служащими, поставщиками, заказчиками и всеми остальными, имеющими законный интерес. Они должны также добровольно поддерживать регулирующие и уставные меры, которые минимизируют воздействие внешних факторов на затраты, сопутствующие их деятельности.

## **Принципы – в практику**

Эти принципы, наверное, можно лучше понять на примере ряда наших обязательств перед компаниями. Мы хотим раскрыть способы, с помощью которых можем вдохновить компании жить согласно нашим принципам. В реальном мире обязательства имеют тенденцию опираться сразу

на несколько принципов; мы попытаемся извлечь несколько уроков из каждого. Прежде всего разберем стратегические вопросы.

Компании должны стремиться к получению дохода и обеспечивать постоянную отдачу от вложенного капитала, а также всегда демонстрировать свое конкурентное преимущество в тех видах деятельности, которыми занимаются. Им необходимо использовать свои возможности, чтобы быть рентабельными; долгосрочное инвестирование является стоящим делом при условии, что существуют возможности получения в будущем дохода, полностью компенсирующего предыдущие затраты. Стратегия, которая, вероятнее всего, обеспечит акционерам доход, станет стержнем управления, позволит компаниям защищать и увеличивать свою конкурентоспособность на выбранном рынке.

Советы директоров должны уметь объяснить, каковы ключевые сферы деятельности компании и как их использовать в полной мере; они должны быть также готовы объяснить, почему их компания – «самый лучший производитель» данного вида деятельности.

Следуя этому принципу, посмотрим на компанию Rank, когда она была расплывчатым конгломератом и функционировала в самых различных областях – от стоянок для жилых автоприцепов до кафе, где играют «тяжелый» рок, и от копирования видеокассет до залов для игры в бинго. Отсутствие логики и синергического эффекта между этими видами дея-

тельности, а также невозможность всем этим управлять эффективно отражались на биржевом курсе акций компании, в результате чего стоимость этой компании обесценивалась до суммы составлявших ее частей.

Во всех наших дискуссиях с линейными руководителями и председателем совета директоров компании Rank мы постоянно подчеркивали необходимость сосредоточиться на главном и найти «ядро» компании. Мы убеждали их, что следует продать те виды бизнеса, которые уже были обособлены, и работать над тем, чтобы сделать возможной должную продажу других сегментов компании. Спустя несколько лет Майк Смит, новый генеральный директор, решительно сократил компанию, продав подразделения, связанные с туризмом, кинематографом и питейными заведениями. Не главным для компании бизнесом он считал и копирование видеокассет, но не смог завершить продажу этого подразделения. Оно было оставлено, но с минимумом reinvestиций. Новая Rank превратилась в довольно специализированную компанию, сосредоточившую свою деятельность на том, что связано с «тяжелым» роком и азартными играми, поскольку существующая в Великобритании система дерегулирования этой сферы представляет существенные возможности. Мы с нетерпением ожидаем, когда Смит продемонстрирует синергию, которая, по его мнению, существует между этими двумя сегментами компании.



# Сокращение затрат на капитал

Чтобы обеспечить максимально возможную доходность для акционеров, компаниям необходимо минимизировать свои затраты на капитал. Обычно это предполагает изменение соотношения между собственными и привлеченными средствами (долговая нагрузка) в пользу последних, поскольку налоговые льготы для пользующихся кредитной системой приводят к снижению затрат на заемный капитал. Большинство компаний слишком мало используют заемные средства, тем самым расточая стоимость, предназначенную для акционеров. В процессе нашей работы с компанией Six Continents, владеющей гостиницами и барами (в начале нашего сотрудничества она занималась еще и пивным бизнесом), мы обратили внимание на неэффективную структуру ее капитала и порекомендовали разделить компанию на разные самостоятельные подразделения<sup>7</sup>.

Чтобы обеспечить максимально возможную доходность для акционеров, компаниям необходимо минимизировать свои затраты на капитал.

К той же категории, что и структура капитала, относится дивидендная политика. Она определила одно из направлений нашего сотрудничества с медицинской компанией Smith & Nephew. В этом конгломерате, объединявшем производство тампонов, эластичных пластырей, а также потрясающих

высокотехнологичных искусственных суставов и средств для лечения ран, прибыль стагнировала на протяжении десятка лет. Нам показалось, что отсутствие основного направления в ее деятельности сводило на нет потенциальные возможности быстрого роста ее подразделений, связанных с передовой технологией.

С нашей поддержкой ее новый генеральный директор перекроил компанию, уйдя от потребительских товаров и сосредоточив деятельность в тех сферах, где компания была технологическим лидером и имела сильные позиции на рынке. Финансовый рынок медлил признавать произошедшие перемены до тех пор, пока компания не объявила об изменении своей дивидендной политики: теперь основная масса прибыли будет использоваться для роста компании.

Следствием этого стало изменение масштабов компании, но отнюдь не ее стоимости.

## **В чем загадка компании Premier Oil?**

Лучшим примером нашей работы по решению социальных, экологических и этических проблем стала компания Premier Oil, перед которой стояли проблемы, связанные со стратегией, структурой капитала и корпоративным управлением, а также огромная этическая дилемма. Если говорить о стратегии, то, как и многие другие компании нефтедобывающего сектора Великобритании, Premier Oil прошла дол-

гий путь снизу вверх на нефтяном рынке и теперь была вовлечена в деятельность консорциума, объединившего сравнительно старые нефтегазовые промыслы. Следовательно, ей пришлось конкурировать с более крупными компаниями на рынках, где у нее было очень мало шансов на победу.

Что касается корпоративного управления, то среди ее учредителей было два акционера – компании Petronas и Amerada Hess, имевшие по 25 % акций каждая. Они назначали по два члена в совет директоров и эффективно защищали собственные интересы. Совместно с другими членами совета, не являвшимися исполнительными лицами компании и не соответствовавшими критериям независимости, мы в течение ряда лет предлагали изменить состав совета директоров по примеру компании Hermes.

Кроме этой проблемы у Premier Oil была и другая: приходилось противостоять регулярному наступлению влиятельных групп на статус компании как второго крупнейшего иностранного инвестора в Мьянме (Бирма), где военная хунта отказалась согласиться с результатами демократического выбора. Для нас как представителей инвестора было неясно, сможет ли эта компания, будучи задействованной во многих позитивных проектах в Мьянме, полностью управлять рисками (в том числе и связанными с ее репутацией), которые предполагает ее деятельность в этой стране. Неудивительно, что курс акций компании в течение нескольких лет катастрофически падал.

Мы стали более активно действовать в 2000 году, подняв уровень наших обсуждений и сотрудничества с компанией, с другими инвесторами (как в Великобритании, так и за рубежом) и влиятельными группами, имеющими интересы в Мьянме. Мы помогли сократить публичные нападки на компанию, дав ей тем самым больше времени на поиск решения проблем, и считаем, что наше вмешательство помогло компании разобраться с ее крупными акционерами значительно быстрее, чем это было бы без нашего участия.

В сентябре 2002 года Premier Oil объявила о завершении сделки по выходу указанных двух крупных акционеров с их активами (включая их активы в Мьянме), получив таким образом наличные средства для сокращения задолженности Premier Oil. Эта сделка привела к уходу членов совета директоров, представляющих вышеупомянутых держателей акций, сделав совет более способным учитывать интересы всех акционеров. Эта сделка решила также стратегические проблемы компании за счет ликвидации всех активов старых промыслов, превратив ее в небольшую изыскательскую компанию с достаточно устойчивым положением и высокой конкурентоспособностью в борьбе за использование возможностей, которые упускают крупные нефтяные компании. Неудивительно, что новости об этой сделке привели к большому скачку курса акций Premier Oil.

## Вмешательство как помощь

Мы считаем, что такого рода вмешательство помогает компаниям решать их проблемы. Слишком часто менеджерам и членам совета директоров дают понять, что их источники финансирования недолговечны и «быстрые» доходы более желательны, чем реинвестиции на долгий срок. Действия Hermes направлены на то, чтобы разъяснять, что подлинная выгода большинства владельцев компаний – это долгосрочный успех, а не краткосрочная прибыль. Мы уверены, что это помогает компаниям найти правильное долгосрочное решение их проблем.

Как могла бы повернуться история компании Marconi, если бы акционеры усомнились по поводу покупки за деньги американских компаний Reltec и Fore? Реакция рынка краткосрочных инвестиций была благоприятной, но долгосрочные инвесторы долго сомневались и оспаривали правильность подобных сделок. Акционеры часто могут наметить неплохую перспективу развития компании, причем с внешней и абсолютно независимой точки зрения.

Мы не претендуем на особую проницательность – ведь мы редко говорим о вещах, которые не обсуждались бы уже в совете директоров, – но часто можем продвинуть эти дебаты вперед, демонстрируя, что инвесторы готовы принять радикальные изменения и, возможно, согласиться на временное

сокращение прибыли. Понимание того, что большинство акционеров – это ответственные «долгосрочные» собственники, а не «краткосрочные» трейдеры, часто помогает компаниям найти правильные решения своих проблем. Вот почему мы считаем, что компании с вовлеченными в ее дела и заинтересованными акционерами будут развиваться эффективнее.

Как могла бы повернуться история компании Marconi, если бы акционеры усомнились по поводу покупки за деньги американских компаний Reltec и Fore?

## **Оплата только (!) по результатам**

Мы точно знаем, чего ждем от компаний, в том числе и в области оплаты их высших менеджеров. Мы полагаем, что менеджеры должны получать хорошее вознаграждение (но с учетом эффективности затрат), если они этого заслуживают, и не должны, если не заслуживают. Это означает строгую увязку оценки их деятельности с вероятной результативностью работы компании и с ее среднесрочными стратегическими целями. Это также означает, что в случае провала выплата вознаграждения сводится к минимуму.

В последние годы появилось много структур, не стимулирующих топ-менеджеров делать «правильные вещи». Нет никакого смысла в голословном утверждении о том, что

оплата их труда «привязана» к достижению определенного курса акций путем использования опционов в качестве вознаграждения: как показали искусственное раздутие и крах компаний, курс акций сам по себе не имеет прямой связи с хорошей доходностью. До тех пор пока комиссии по вознаграждению не введут жесткие барьеры в виде четких показателей результативности в достижении стратегических целей компании, опционы – а реально и все прочие системы поощрения менеджеров – почти бесполезны.

# Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.