

Птицын Андрей Вадимович

**УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ АКЦИОНИРУЕМЫХ
КОМПАНИЙ**

Специальность 08.00.05 (10) – Экономика и управление народным
хозяйством (менеджмент)

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Работа выполнена на кафедре теории и технологий управления факультета государственного управления Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Бобылева Алла Зиновьевна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Теплова Тамара Викторовна

кандидат экономических наук
Хорошилов Евгений Евгеньевич

Ведущая организация: Российский государственный гуманитарный
университет

Защита состоится «23» июня 2011 г. в 15 часов на заседании диссертационного совета Д 501.001.12 при Московском государственном университете им. М.В. Ломоносова, факультета государственного управления по адресу: 119991, Москва, Ломоносовский проспект, 27, корп. 4, стр. 1, ауд. А-619.

С диссертацией можно ознакомиться в читальном зале библиотеки первого учебного корпуса МГУ имени М.В. Ломоносова по адресу 119991, Москва, Ломоносовский проспект, 27, корп. 4, стр. 1.

Автореферат разослан «19» мая 2011 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета
Д 501.001.12
профессор

Ф.М. Волков

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Менеджмент, ориентированный на стоимость, в настоящее время принят академическим и бизнес-сообществами в качестве важной управленческой парадигмы и все шире распространяется на практике. Большое внимание ученых и практиков к росту стоимости привело к формированию множества подходов, разнообразных концепций управления стоимостью и направлений исследования, среди которых, по мнению автора, особый интерес представляет изучение возможностей управления стоимостью акционируемых компаний.

Управление стоимостью компаний, переходящих в категорию открытых акционерных обществ, может иметь практическую пользу для многих субъектов (государства, бизнеса, общественных институтов): повышается прозрачность управления компаниями, облегчается доступ к ресурсам, в том числе к международному капиталу. Огромна роль, которую выполняет акционирование в процессе глобализации: оно способствует формированию мировой экономической системы; с помощью выпуска ценных бумаг происходит перераспределение капитала в отрасли и регионы с высоким потенциалом роста. Благодаря акционированию компании могут создавать новые рабочие места в экономике, повышается уровень жизни населения, в том числе и за счет участия физических лиц в капитале компаний, увеличивается транспарентность экономики. Однако часто акционирование рассматривают исключительно как процедуру создания акционерного общества, но не прослеживают долгосрочный эффект от его использования, не оценивают рост стоимости компании после акционирования и в результате акционирования.

Эмпирическое изучение многолетней мировой практики показывает, что экономическое развитие сопровождается ростом числа акционерных компаний и объемов размещения акций на открытых рынках. В связи с этим разработка механизма управления стоимостью в условиях преобразования компании в акционерную и ее дальнейшего функционирования в форме открытого акционерного общества является важнейшей социально-экономической

задачей, требующей своего решения в силу новизны и значимости для России, что подтверждает актуальность выбранной темы исследования.

Степень разработанности темы. Вопросы управления стоимостью компаний освещены в научных трудах И. Ансоффа, Г. Александера, Г. Арнольда, И. Адизеса, Д. Бэйли, Р. Брейли, Ю. Бригхэма, А.З. Бобылевой, Р. Вестерфилда, К. Виалет, Ф. Дэвидсона, А. Дамодарана, Д. Делмара, А.Т. Зуба, Т. Коупленда, М.В. Кудиной, Т. Коллера, Д. Муррина, О.П. Молчановой, Ф. Модильяни, М. Миллера, Э. Маклейни, Д. Пратта, Э. Пенроуз, О. Реклиза, С. Росса, А. Раппапорта, М.А. Сажинной, Т.В. Тепловой, У. Шарпа, Г. Хававини, Р. Хиггинса, Э. Хирста, С. Уэлша и др. Однако в их работах практически не уделяется специального внимания такому механизму, как акционирование.

Различные аспекты управления акционированием компаний рассмотрены в работах Р. Аггарвала, К. Воумака, С.В. Гвардина, П.Г. Гулькина, П. Джульена, Д. Дрэйхо, Л. Кригмана, Е. Мендела, Н. Переверзева, Д. Риттера, Д. Рандлера, Ю. Фамы, Н. Фадила, О. Хассана, Д. Шустера, А. Шермана и др. Однако они не связывали акционирование с ростом стоимости компаний в широком смысле, рассматривали его преимущественно как механизм привлечения капитала без оценки долгосрочного эффекта.

Несмотря на очевидную значимость акционирования для роста стоимости компаний, многие вопросы остаются нерешенными: неоднозначны критерии оценки результатов управления стоимостью, не разработаны многие организационные аспекты управления процессом акционирования, отстают от потребностей правовое обеспечение акционирования и инфраструктура для поддержки роста стоимости компаний, не разработаны адекватные российским реалиям модели управления стоимостью акционируемых компаний. Кроме того, в трудах экономистов по обсуждаемой проблеме практически не находит отражения понимание акционирования как фактора роста компании в контексте стоимостной концепции управления. Это и предопределило постановку цели и задач диссертационного исследования.

Целью диссертационной работы является разработка теоретико-методических основ управления стоимостью акционируемых компаний с учетом специфических характеристик современной российской экономики. Поставленная цель диссертационной работы обусловила необходимость решения следующих взаимосвязанных **задач**:

- уточнить место акционирования в системе управления стоимостью;
- определить направления совершенствования организационной процедуры управления стоимостью акционируемой компании в российских условиях;
- разработать критериальный аппарат оценки управления стоимостью в условиях акционирования;
- предложить модель управления стоимостью компании, применимую в российских условиях.

Объектом исследования является механизм управления стоимостью акционируемых компаний в условиях российской экономики.

Предметом исследования являются экономические, финансовые, инвестиционные и связанные с ними управленческие отношения, возникающие в процессе управления стоимостью акционируемых компаний в рамках российской экономики.

Практическая значимость работы состоит в том, что основные положения диссертации формируют целостную систему мер по управлению стоимостью акционируемых компаний в современной российской экономике. Предлагаемый механизм управления стоимостью компании в условиях акционирования дает возможность разрабатывать фирме адекватную конкретным условиям стратегию роста, увеличивать ее стоимость в долгосрочной перспективе, применять новые методы управления стоимостью компании, оценивать результаты управления стоимостью акционируемых компаний. Предложения автора по государственному регулированию процедуры акционирования могут быть использованы для внесения изменений в соответствующие нормативные документы. Материалы диссертации можно

рекомендовать при преподавании базовых дисциплин «Стратегический менеджмент», «Экономическая теория», «Финансовый менеджмент», «Финансы корпораций», для студентов высших учебных заведений, а также в качестве отдельного спецкурса и при переподготовке и повышении квалификации специалистов по профильным программам.

Методологическая и теоретическая основа диссертационного исследования. В работе над диссертацией в зависимости от решаемых задач использовались методы ситуационного, факторного, статистического (в том числе, корреляционного), финансового, кластерного, экономического анализа, экспертных оценок и имитационного моделирования. Теоретической и методологической основой исследования являются научные разработки, представленные в трудах зарубежных и отечественных ученых и посвященные актуальным проблемам теории и практики стратегического управления, маркетинга, финансового анализа, бухгалтерского и управленческого учета.

Информационной базой исследования послужили действующие нормативно-законодательные акты по вопросам корпоративного управления, данные аналитических и консалтинговых компаний (Standard and Poors, McKinsey, PriceWaterhouseCoopers и др.), российские и зарубежные периодические издания («Ведомости», «РБК», «Эксперт», «Блумберг»), базы данных эмитентов (порталы mutualfunds.ru, Google Finance), официальная отчетность российских компаний. Кроме того, автор проводил консультации с экспертами, участвовал в круглых столах и семинарах в соответствующей области.

Научная новизна исследования. Полученные результаты позволили сформировать комплекс взаимосвязанных теоретических и практических положений по совершенствованию механизма управления стоимостью акционируемых компаний. Научная новизна исследования заключается в следующих результатах, полученных автором:

1. Уточнено понятие управления ростом компании как системы управления, ориентированной на максимизацию фундаментальной стоимости, обеспечивающей сбалансированные темпы роста продаж, не истощающей

никакие виды ресурсов компании, повышающей конкурентоспособность и устойчивость в долгосрочной перспективе.

2. Обосновано, что акционирование является не только процедурой создания акционерного общества и выпуска ценных бумаг, но может быть стратегическим проектом роста компании, выступать в качестве механизма управления стоимостью, с помощью которого усиливается конкурентное положение, ускоряется рост, повышается прозрачность, растет концентрация капитала, увеличиваются инвестиции, снижается стоимость капитала.

3. Сформирован целостный критериальный аппарат оценки управления стоимостью акционируемых компаний, включающий не только показатели объема, цены размещения, но и показатели кумулятивной аномальной доходности, доходности при стратегии «купить и держать», добавленного благосостояния, а также фундаментальные показатели, к которым относятся, например, экономическая добавленная стоимость, соотношение рыночной цены акции и прибыли на акцию, дисконтированный денежный поток и другие показатели.

4. Выявлено, что на разных этапах макроэкономического цикла фундаментально изменяются механизмы управления стоимостью компаний. В рецессии используются внутренние источники укрепления стабильности и роста, отдельные предприятия могут рассчитывать на более активную государственную поддержку (например, участие в капитале, налоговые льготы, создание рабочих мест); на этапе роста – публичное акционирование, слияния, поглощения, косвенные меры государственного регулирования.

5. Выделены европейская, американская, восточная и российская модели управления стоимостью акционируемых компаний и определены их особенности для отдельных стран. Установлено, что российская модель управления отличается низкой прозрачностью процедуры акционирования, невысокой первоначальной доходностью, низкой корреляцией стоимости компаний и значений фондового индекса, высоким стандартным отклонением цены акций, низкой долей реинвестирования по сравнению с другими

странами, доминированием акционирования в «сырьевых» отраслях, ограничением объема размещения за рубежом и кросс-листингом в других странах.

б. Разработана и апробирована итеративная вероятностная модель управления стоимостью компании, основанная на прогнозировании стоимости и позволяющая максимизировать фундаментальные показатели при заданных ограничениях на основе моделирования для различных сценариев (с учетом акционирования и без него, в случае слияния и т.д.) и по направлениям бизнеса.

Апробация результатов исследования. Теоретические и практические результаты исследования были представлены в материалах докладов и выступлениях автора на международных научных конференциях: научной конференции «Государственное управление в XXI веке» (2009 год, Москва); международном экономическом форуме Consensus Forum (2008 год, Копенгаген, Дания); выездных конференциях МГУ «Финансовые технологии в управлении» (2008, 2010 годы, Звенигород), Ломоносовских чтениях (2007 год, Москва); конференции по менеджменту в Азии (2011 год, Пекин, Китай), а также опубликованы в научных работах общим объемом 3 п. л., в том числе 1 п. л. из списка ВАК РФ.

Структура и содержание работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка используемой литературы (166 наименований), 7 приложений; изложена на 193 страницах машинописного текста, содержит 37 рисунков, 16 таблиц.

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **введении** обоснована актуальность темы исследования, сформулированы его цели и задачи, охарактеризована степень разработанности проблемы, сформулированы научная новизна и область практического применения.

В **первой главе** «Теоретические основы управления стоимостью акционируемых компаний» обобщены основные концепции управления стоимостью компании, сформулированы возможности и проблемы,

возникающие в ходе акционирования, рассмотрены показатели управления ростом, проведен анализ возможных источников обеспечения роста.

Аналитический обзор концепций управления ростом позволил автору предложить их следующую классификацию: «организационные»; основанные на этапах жизненного цикла; «бухгалтерские»; основанные на сбалансированных темпах роста; «стоимостные» и «стратегические» концепции. Представляется, что «стоимостные» концепции выделяют наиболее объективные агрегированные показатели роста, так как они лучше всего позволяют оценить как успешность бизнеса для существующих собственников, так и оценку компании рынком. Фундаментальную стоимость автор понимает как аналитическую оценку результатов роста компании, основанную на расчете комплекса показателей – DCF, EVA, CVA и проч.

По мнению автора, публичное акционирование может быть одним из наиболее результативных механизмов управления стоимостью компании, так как оно:

- направлено на привлечение капитала, необходимого для сбалансированного роста компании;
- облегчает доступ к финансовым, трудовым и материальным рыночным ресурсам;
- обеспечивает дополнительное конкурентное преимущество на рынке за счет повышения статуса и престижа фирмы;
- позволяет обрести рыночную стоимость компании;
- способствует росту личного благосостояния собственников;
- усиливает возможности мотивации сотрудников;
- облегчает процессы слияний и поглощений;
- повышает ликвидность компаний;
- способствует росту прозрачности бизнеса.

Публичное акционирование может стать стратегическим проектом роста компании: во многих случаях оно лежит в основе формирования стратегии дальнейшего роста компании, ориентированной на реализацию

инвестиционных проектов. В ходе акционирования в компании происходят стратегические изменения, корпоративное управление становится более многомерным, ориентированным на множество стейкхолдеров. В связи с усилением конкурентного положения компания может рассчитывать на завоевание новых рынков.

В то же время в диссертации отмечаются и основные проблемы и ограничения преобразования в открытое акционерное общество. К ним относятся необходимость системной реструктуризации, кардинального изменения системы управления, опасность размывания капитала, дополнительные финансовые издержки и риски, связанные с более высокой прозрачностью. В работе показано, что из-за неадекватного управления акционирование может оказывать негативное влияние на рост компании за счет увеличения стоимости капитала, размывания собственного капитала компании, уменьшения показателя дохода на 1 акцию (EPS) и ухудшения показателей рентабельности. При этом сумма привлекаемых средств должна быть достаточно крупной: по расчетам автора, минимальная сумма составляет \$2,3 млн. на внутреннем рынке и \$20,6 млн. – в США. Автор показывает, что источники капитала и их сочетание могут изменяться в зависимости от жизненного цикла предприятия и макроэкономической ситуации.

Изучение теоретических подходов и практики акционирования позволило автору выделить и систематизировать критерии оценки результатов управления стоимостью акционируемых компаний. Автором предложена следующая система показателей:

- фундаментальные показатели деятельности компаний за отчетный период, их сравнение с предыдущими периодами, показателями других компаний;
 - метод дисконтированных денежных потоков (DCF);
- индикаторы операционной деятельности;
- издержки на акционирование (иногда оценивают только издержки на размещение) и только на этой основе принимают решение о

нецелесообразности использования данного механизма управления стоимостью);

- динамика акций в долгосрочной перспективе с помощью показателей:
 - доходности при стратегии «купить и держать» (BHAR);
 - кумулятивной аномальной доходности (CAR);
 - средневзвешенной модифицированной доходности (WAMR)
- стоимость капитала до и после акционирования с помощью:
 - метода средневзвешенной стоимости капитала (WACC);
 - модели оценки долгосрочных активов (CAPM);
 - трехфакторной модели Ю. Фамы, учитывающей рыночную доходность, размер компании, отношение балансовой и рыночной стоимости;
 - четырехфакторной модели М. Кэрхарта, учитывающей дополнительную доходность за счет использования моментной стратегии (покупки акций, демонстрирующих в прошлом высокую доходность).
- уровень цены размещения (отслеживается, в какой части ценового коридора она находится, то есть, как осуществляется управление ценовым коридором);
- соотношение числа заявок и предложенного пакета акций;
- объем размещения.
- первоначальная доходность или доходность в первый день (initial return);

Автору представляется, что данные критерии оценки результатов управления стоимостью акционируемых компаний необходимо использовать в системе, усилив внимание к показателям фундаментальной стоимости, CAR, BHAR и WAMR. Часть используемых показателей не демонстрирует рост в долгосрочной перспективе, а только дает косвенное представление о потенциале роста (например, первоначальная доходность и объем размещения). Распространенная практика оценки управления стоимостью по отдельным, часто спекулятивным «однодневным» показателям не позволяет оценить успех управления в долгосрочной перспективе, не показывает изменение стоимости бизнеса.

Например, первоначальная доходность является важным показателем, если цель первичного публичного размещения (IPO, Initial Public Offering) – привлечь деньги. Многие аналитики останавливаются только на этом индикаторе, чтобы показать, как выполнена узкая цель – привлечение средств. Если же цель более сложная, включающая реализацию задачи управления стоимостью, то это должно оцениваться по другим показателям, в частности, с помощью CAR и BHAR. Часто успех управления стоимостью акционируемых компаний оценивается объемом размещения, что, на наш взгляд, также не является достаточным: необходимо оценивать потенциальную долгосрочную доходность. Это позволит определить, как используются полученные ресурсы, какой рост бизнеса они смогли обеспечить.

В некоторых случаях в список показателей управления стоимостью компании включают данные об операционной деятельности компании, однако возможно противоречие: стоимость компании падает, а операционные показатели растут. В этом случае необходимо выбрать фундаментальную стоимость как интегральный показатель. В то же время следует учитывать и рыночную стоимость, так как она отражает доход акционеров в конкретный момент времени и может содержать информацию о качестве корпоративного управления, внешних факторах, влияющих на рост этой компании (политических, экономических и т.д.).

Для обоснования возможностей управления стоимостью акционируемых компаний автором выделены критерии сравнения возможных источников капитала: стоимость капитала, изменение структуры владения, субъект финансирования, объем потребностей компании в рыночных ресурсах, размер и этап развития компании.

Сравнительный анализ источников капитала, используемых в ходе управления стоимостью, на основе разработанного автором алгоритма показал, что в системе управления акционирование занимает особое место, так как оно обеспечивает значительное ускорение роста и повышает прозрачность ведения бизнеса. Каждый рассмотренный источник капитала, по мнению автора,

необходимо использовать на определенном этапе жизненного цикла предприятия. Так, поддержка бизнес-ангелов и венчурных капиталистов используется на стадии роста, а первичные публичные размещения, как правило, применимы только на стадии зрелости.

Во **второй главе** «Особенности управления стоимостью акционируемых компаний: эмпирическое исследование» проведен анализ процессов и результатов управления стоимостью компаний открытого типа в США, Европе, Китае, Индии и России по показателям кумулятивной аномальной доходности, доходности при стратегии «купить и держать», по фундаментальным показателям и показаны отличия в оценке результатов управления по «текущим» показателям: первоначальной доходности и объему размещения. Особое внимание уделяется анализу ключевых характеристик управления стоимостью российских компаний. В ходе эмпирического исследования рассмотрены компании из различных отраслей, но особое внимание уделено металлургической отрасли. Автором предпринята попытка дать характеристику внутренним и внешним факторам, определяющим возможности роста стоимости акционируемых компаний, и систематизировать их.

Анализ результатов управления стоимостью компаний, ставших акционерными, в США, Европе, Китае и Индии позволяет отметить, что они являются неоднородными. Оценка по средней первоначальной доходности, в определенной степени характеризующей потенциал долгосрочного роста, показала, что она достигает 164,5% в Китае, 95,4% в Индии, 74,3% в Корее, а в развитых странах она значительно ниже (Испания – 10,7%, США – 18% и Нидерланды – 10,2%). Это, по мнению автора, объясняется бурным ростом, сопровождающимся притоком инвестиций в развивающиеся страны, и определенным насыщением инвестициями, а также высокой информационной симметрией в развитых странах. В то же время анализ показал, что многие рассмотренные западные компании (например, компании Google и Apple) продемонстрировали неплохие долгосрочные результаты за счет разработки

адекватной стратегии управления стоимостью, акционирования, реализации стоимостного подхода, а также за счет отлаженного оперативного управления, в частности, с помощью контроля затрат.

Китай и Индия формируют так называемую «восточную модель» управления стоимостью акционируемых компаний, которая отличается высокими темпами роста фондового рынка, экономики, специфической структурой отраслей, огромными человеческими ресурсами и достаточно эффективным государственным регулированием. В целом долгосрочный рост фундаментальной стоимости рассмотренных компаний Китая и Индии (рентабельность собственного капитала на уровне 10–20%) является привлекательным для инвесторов, хотя компании сталкиваются с проблемой сбалансированности роста, нехватки финансовых, материальных ресурсов и чрезмерного загрязнения окружающей среды.

Общая оценка результатов управления стоимостью российских акционируемых компаний, показала, что за 2001–2009 годы имели место как успешные, так и неуспешные проекты размещения. Тем не менее уровень первоначальной доходности для российских компаний в среднем ниже, чем в развивающихся странах, и для рассмотренных в диссертации компаний составляет 4,87%. Наименьшее значение она имеет для IT-компании «Ситроникс» (–8,33%), а наибольшее – для «Трубной Металлургической компании» (ТМК) (25,69%). Автору представляется, что такой разброс может быть связан не с низким потенциалом роста в ряде отраслей, а главным образом с асимметрией рынка, непривычностью к этому инструменту в России, а также с заинтересованностью компаний продать акции по завышенной цене.

Проведенные эмпирические исследования показывают, что компании проводят наиболее успешные проекты публичного акционирования преимущественно в высокотехнологических отраслях. В России такими отраслями могут стать нефтепереработка, телекоммуникации, нанотехнологии. Росту стоимости акционируемых компаний в России может способствовать использование индексов высокотехнологических компаний, как это делается в

Польше и США. В период подготовки к акционированию может быть полезен опыт управления в США по поддержке венчурных компаний: там успешно функционирует Национальная ассоциация венчурного капитала. Механизмы поддержки венчурными капиталистами рассмотренных компаний в США способствовали росту их фундаментальной стоимости.

Одной из основных организационных особенностей управления стоимостью российских акционируемых компаний является их переход к стадии публичного размещения, минуя частное размещение. Это качественно отличает российские проекты акционирования от проектов западных компаний, в соответствии с которыми, прежде чем предлагать акции инвесторам на фондовом рынке, акции размещаются среди небольшого числа профессиональных инвесторов (страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные фонды). Использование подобной стратегии российскими компаниями позволит им, с одной стороны, привлечь средства, необходимые для развития, с другой, – накопить достаточный опыт и кредитную историю.

С точки зрения долгосрочного управления стоимостью в качестве успешного примера можно привести компанию «РБК Информационные системы», цена акций которой в результате публичного акционирования выросла в 6 раз за 2002–2005 годы. По расчетам автора, показатель ВНАР у компании ОГК-5 за 2006–2007 годы вырос на 38,1%, показатель CAR за тот же период вырос на 29,1%. Подобная динамика свидетельствует о высоком качестве управления рыночной стоимостью компании, изменения основных показателей компании значительно лучше среднерыночных.

Проведенное автором исследование показало, что большому количеству российских проектов акционирования присуща низкая доходность и в долгосрочной перспективе (например, это размещения ВТБ, Сбербанка, Русала, Роснефти, Северстали, НЛМК). Так, по расчетам автора, показатель CAR у Роснефти за 2006–2009 годы составил 11%, что лучше, чем у других российских компаний, проводивших IPO, но банковский депозит обеспечил бы более высокий уровень доходности. У ВТБ показатель CAR за 3 года после

размещения 2007 года составил –33%, поэтому, несмотря на внушительный объем привлеченных средств (\$8 млрд.), результаты оценки управления стоимостью ВТБ можно признать неудачными для инвесторов. Российские компании уступают зарубежным аналогам по показателю P/E. Например, у российского Газпрома показатель P/E по расчетам автора на январь 2011 года составлял 5,64, у испанского Repsol – 10,4, а у норвежского Statoil – 9,3. Это может быть вызвано как системными рисками российской экономики, так и низким качеством корпоративного управления конкретных компаний и невниманием к проблемам управления стоимостью. Кроме того, автором отмечена относительно низкая медианная доля реинвестирования российских компаний (64%) по сравнению с Бразилией (144%) и Индией (210%). Это может быть вызвано ориентацией российских компаний на решение оперативных, а не стратегических вопросов управления.

Расчеты автора по компании «Северсталь» показывают, что в долгосрочной перспективе результаты управления стоимостью «Северстали» нельзя считать успешными: за 2006–2009 годы показатель кумулятивной аномальной доходности ОАО «Северсталь» составил –20,45% в сравнении с индексом FTSE 100: это, в частности, является сигналом того, что компания еще не успела восстановиться после финансово-экономического кризиса. По расчетам автора, показатель добавленного благосостояния (WAI, wealth added index) у ОАО «Северсталь» за 2005–2010 года составил –192 миллиарда рублей. Такое большое отрицательное значение показателя, скорее всего, свидетельствует о том, что компания не обеспечивает инвесторам требуемый уровень доходности и разрушает стоимость.

Системное исследование российских компаний на примере металлургической промышленности показало, что существенное влияние на управление стоимостью акционируемых компаний оказывают внешние факторы. Многие размещения за 2007–2010 годы были отменены из-за неблагоприятной ситуации на рынке – компании могли обеспечить свое выживание и рост лишь за счет точечного привлечения частных инвесторов.

В работе показано, что рост стоимости компании является нелинейным процессом, так как зависит от множества факторов. Исследование автора позволило выделить и описать следующие группы внешних факторов роста стоимости акционированной компании: экономические, политические, законодательные, географические и социокультурные факторы. Для анализа причин, определяющих рост стоимости акционированной компании, автором выделено шесть основных блоков внутренних факторов: организационные, финансово-экономические, производственные, маркетинговые, связанные с выбором бизнес-модели и человеческим капиталом. В качестве ключевых факторов роста акционированных компаний в соответствии со стоимостной концепцией в работе определены масштабируемость и уровень капитализации инвестиций.

Корреляционный анализ позволил выявить зависимость между рыночной стоимостью компании и значениями фондового индекса для ряда компаний за 2010 год. Например, коэффициент корреляции равен 0,7931 у индийский Sterlite Industries, у американской компании Flextronics – 0,774, у Газпрома – 0,1265, у Лукойла – 0,1304. У рассмотренных российских компаний коэффициент корреляции значительно ниже, а стандартное отклонение, напротив, выше (например, у Северстали 127,74% от цены акции, а медианное стандартное отклонение по Бразилии 55%). Из этого следует, что механизм управления стоимостью акционированных компаний еще не развит в России: рыночная стоимость российских компаний часто оторвана от фундаментальной и подвержена манипулированию нерыночными методами. Кроме того, автором отмечена относительно низкая доля реинвестирования российских компаний (64%) по сравнению с Бразилией (144%) и Индией (210%). Это может быть вызвано ориентацией российских компаний на решение оперативных, а не стратегических вопросов управления.

Одним из важных финансово-экономических и организационных факторов роста в результате акционирования является также система управления капиталом компании. Исследование показало, что при обосновании

целесообразности проведения публичного акционирования в ходе управления стоимостью важно учитывать, что затраты на акционирование – это не однократные издержки, и компании придется нести существенные расходы на оплату листинга, организацию обязательного аудита, привлечение инвестиций, расходы, связанные со сменой организационно-правовой формы. В дисконтируемых доходах необходимо учитывать все поступления будущих периодов (например, от увеличения продаж, изменения стоимости капитала, диверсификации и т.д.). К сожалению, на практике и даже в научно-методической литературе обычно рассматривают лишь прямые затраты на проведение IPO, что значительно искажает оценку потенциала будущего роста.

В ходе исследования в рамках данной работы автором был сделан расчет средних издержек на реализацию публичного акционирования российских компаний в рамках управления стоимостью. По оценкам автора, затраты на размещение в России (PTC) по сравнению в США (NYSE) меньше примерно на 60 %.

В целом при оценке потенциала роста акционируемой компании следует учитывать будущее увеличение управленческих расходов, различия в издержках на разных площадках, корректно сравнивать выгоды от размещения на российских и зарубежных площадках и главное – прогнозировать возможный рост фундаментальной стоимости. Анализ показал, что оценка роста рынком является внешним индикатором успеха управления стоимостью, ядро которого формирует грамотный стратегический менеджмент в компании, реализация стоимостной концепции управления, «балансировка» роста на основе акционирования, создание нематериальных активов, выбор масштабируемой бизнес-модели, оптимизация налоговой политики и т.д.

В **третьей главе** «Формирование механизма управления стоимостью акционируемых компаний в России» показано, что акционирование – это сложный комплексный проект управления ростом, реализация которого в организационном плане имеет четыре основных этапа: предварительный, подготовительный, осуществление выпуска акций, управление компанией

после преобразования. Выделены три вида инфраструктуры, важные с точки зрения управления стоимостью акционируемой компании: финансовая, производственная и информационная. Сформулированы предложения по развитию критериального аппарата оценки управления стоимостью и моделированию роста.

На предварительном этапе осуществляется системная перестройка корпоративного управления: разработка стратегии роста, постановка системы учета в соответствии с МСФО, совершенствование системы мотивации сотрудников, планирование следующих этапов, возможно моделирование управления стоимостью.

В работе аргументировано, что на подготовительном этапе акционирования важной составляющей управления стоимостью является выбор метода акционирования между проведением аукциона, формированием книги заявок и предложением по фиксированной цене. Каждый из рассмотренных методов для России имеет свои недостатки и преимущества. Так, в работе показано, что метод аукционов позволяет уменьшить издержки на размещение, метод книги заявок в большей степени гарантирует объективное рыночное ценообразование, но увеличивает затраты, метод предложения по фиксированной цене характеризуется относительной простотой организации, но не позволяет определить объективно рыночную цену размещения.

Проведенное исследование показало, что из традиционных методов управления стоимостью российским компаниям целесообразно преимущественно использовать «книгу заявок», так как этот метод позволяет наиболее объективно определить цену размещения. Перспективным методом в российских условиях для относительно небольших компаний в случае, когда требуется провести размещение в сжатые сроки, является ускоренное акционирование, которое, помимо сокращения сроков, позволяет перенести прямые издержки на размещение с эмитента на инвесторов и усилить конкурентные начала в процессе размещения. Однако нормативно-правовая база для этого еще не создана.

Автор считает, что также целесообразно использовать в России преимущества механизма управления на основе авансовых платежей, распространенного в настоящее время в первую очередь в Гонконге. С помощью этого механизма можно уменьшить издержки недооценки стоимости компании инвесторами. По мнению автора, в российских условиях также целесообразно использовать так называемую «рыбу» (опыт США), которая позволит инвесторам заранее ознакомиться с проспектом эмиссии до ее утверждения ФСФР, и систему электронного голосования, с помощью которой акционеры могут дистанционно отдавать свой голос за то или иное решение. Изучение особенностей управления акционированием холдинговой группы компаний дало возможность автору сделать вывод о целесообразности в некоторых случаях вывода на биржу не материнской компании, а дочерней с наиболее узнаваемым брендом.

Важнейшей организационной составляющей управления стоимостью акционируемых компаний является определение времени для размещения (осуществляется на предварительном этапе). Обычно для объяснения выбора времени следуют одной из нескольких теорий, которые, как правило, противопоставляются друг другу:

1. выделение стадий развития компании (выход на рынок, рост, зрелость и затухание): в соответствии с этой теорией компания становится публичной на этапе зрелости;
2. теория выбора времени выхода на рынок: фирмы проходят акционирование в период существования «окна возможностей»;
3. теория рационального выбора времени: решение о выборе времени для публичного акционирования может быть смоделировано как проблема реального опциона. Если цена не увеличивается, компания ждет дальше выхода на фондовый рынок.
4. использование инсайдерской информации. Фирмы становятся публичными, когда инсайдеры имеют возможность продать свои переоцененные акции.

Автору представляется логичным не противопоставлять, а соединить рассматриваемые теории. Компания, как правило, преобразуется в публичную на этапе зрелости, при наличии «окна возможностей», то есть в течение наиболее благоприятного времени выхода на рынок, моделируя ситуацию как реальный опцион, и предполагая, что в отдельных случаях инсайдеры смогут продать свои акции. Исследование также показывает, что необходимым элементом управления стоимостью в условиях высокой волатильности российского рынка после размещения является применение ценовой стабилизации.

По мнению автора, методы управления стоимостью компаний зависят во многом от уровня развития финансовой, информационной и производственной инфраструктуры в стране. В настоящее время инфраструктура в России имеет следующие особенности, накладывающие отпечаток на формы управления стоимостью акционеруемых компаний.

- Ограниченность масштабов российского фондового рынка. Ёмкость ММВБ на июль 2010 составляла 0,74 трлн., Гонконгской биржи – \$21,62 трлн., Шанхайской – \$26,27 трлн., Лондонской – \$27,4 трлн., а Нью-Йоркской – \$121,1 трлн.¹ Это создает определенные ограничения для роста стоимости акционеруемых компаний внутри страны.
- Присутствие на фондовом рынке корпораций с государственным участием, таких как Газпром, Сбербанк, ВТБ, РусГидро, ИнтерРао. Как показал «успех» (если учитывать только цену и объем) размещений ВТБ и Сбербанка, инвесторы доверяют, прежде всего, размещениям компаний с государственным участием, хотя в долгосрочной перспективе управление стоимостью этих компаний нельзя назвать успешными.
- Зависимость от мировых рынков (Нью-Йоркская, Лондонская фондовые биржи). Это проявляется: а) в динамике роста российского рынка вслед за мировыми фондовыми индексами; б) в улучшении результатов роста стоимости

¹ Ежегодный отчет за 2009 г. Международная федерация фондовых бирж. [Электронный ресурс] URL: <http://www.world-exchanges.org/reports> (дата обращения 16.05.2010).

компаний на российском рынке, если международные инвесторы увеличивают долю российских компаний в своих портфелях.

- Незрелость управленческих инструментов рынка, например, возможность занижения цены андеррайтером для минимизации риска недоподписки, что приводит к уменьшению возможностей использования рассматриваемого инструмента роста.
- Зависимость от мировых цен на ресурсы (нефть, газ, металлы). Котировки акций российских даже «несырьевых» компаний следуют за динамикой спроса на нефть и ее цены.
- Отраслевые диспропорции. Большинство первичных публичных размещений в России проводят компании «сырьевой направленности»: это означает, что в определенных отраслях рост стоимости компаний более быстрый. Данная тенденция свидетельствует о слабой диверсификации российской экономики, хотя постепенно структура отраслей, в которых проводятся размещения, изменяется.
- Спекулятивный характер сделок. Ввиду незрелости рыночных отношений институциональные инвесторы (банки, инвестиционные компании) могут полностью контролировать ценообразование на фондовом рынке. Более мелкие инвесторы не владеют достоверной информацией о перспективах развития объекта инвестиций. Наблюдается феномен информационной асимметрии, что в некоторых случаях трансформирует рассматриваемый механизм в способ «манипулирования рыночной стоимостью компании».
- Трансфертное ценообразование, что ограничивает потенциал роста стоимости акционизируемых компаний за счет уменьшения ожидаемой нормы доходности инвесторов.
- Проблемы в самих компаниях: неэффективная система управления, двойные системы учета на предприятии, непрозрачная структура собственности (использование оффшорных компаний и проч.), что осложняет управление стоимостью.

- Несоответствие международных и российских стандартов отчетности, невысокий уровень корпоративной этики, низкая информированность рынка – инвесторы не обладают достоверной информацией об эмитенте, что может приводить как к недоподписке, так и переподписке на акции в ходе управления стоимостью в условиях акционирования.

По мнению автора, решение приведенных выше проблем и, соответственно, развитие механизма управления стоимостью акционируемых компаний в России предполагает реализацию следующих мер: законодательное разделение акционерных обществ на публичные и непубличные использование методов ускоренного акционирования, авансовых платежей и поощрительных опционов на акции, реализация общественного контроля над процессом акционирования. Кроме того, автором предложено использовать банковские синдикаты различных уровней; содействовать диверсификации и децентрализации экономики РФ; предоставлять государственные услуги электронным образом; провести либерализацию валютного и миграционного регулирования. Эти меры не всегда прямо связаны с управлением стоимостью компаний, но именно они создают благоприятную внешнюю среду для формирования механизма управления стоимостью акционируемых компаний.

Развитию инфраструктуры услуг для управления стоимостью может способствовать применение частного-государственного партнерства, позволяющего использовать капитал частных компаний и повышать коммерческую привлекательность инфраструктурных проектов. Кроме того, участие в частно-государственном партнерстве, наличие подобной «истории развития» может способствовать акционированию компаний, сделать их менее рисковыми для инвесторов и соответственно более эффективно управлять стоимостью.

Для развития механизма управления стоимостью рассмотрены направления использования привлекаемых средств в рамках акционирования, поступающие в распоряжение компании на третьем этапе: проведение слияний и поглощений, инвестиции в существующий бизнес, рефинансирование долга, способ выхода

существующих акционеров из бизнеса. К сожалению, в настоящее время акционирование в России иногда используется не как инструмент управления стоимостью, обеспечивающий сбалансированный рост, а например, исключительно как средство реструктуризации капитала. Однако по мере развития российской экономики, ее интеграции в мировую экономическую систему процессы акционирования будут принимать все более цивилизованные формы, что даст возможность рассматривать управление акционированием как составляющую инвестиционного процесса и как задачу реализации стратегии роста. В диссертации также раскрывается важность и показаны инструменты информационного обеспечения, применяемые в ходе управления стоимостью акционируемых компаний. Например, в компаниях часто на должном уровне не ведется работа с потенциальными инвесторами по раскрытию направлений использования привлеченных средств (подготовительный этап).

На основе проведенного исследования в диссертации показано, что компании на предварительном этапе необходимо разработать стратегию роста (органического или неорганического), которая определит, за счет чего будет обеспечено улучшение фундаментальных показателей деятельности (экономической добавленной стоимости (EVA), денежного потока и пр.). Размер валовых показателей (активов, прибыли, выручки) при выходе на IPO должен достигнуть определенного уровня, соответствующего специфике отрасли. Транснациональным компаниям рекомендуется проводить размещения на нескольких фондовых биржах для повышения ликвидности.

В работе аргументировано, что одним из перспективных направлений совершенствования управления стоимостью акционируемых компаний является моделирование роста, для которого можно использовать как статические, так и динамические (вероятностные) модели. Моделирование может быть начато на предварительном этапе и продолжено на последующих этапах акционирования. В качестве результирующего показателя автором предлагается использовать экономическую добавленную стоимость как один из индикаторов качества управления ростом стоимости компании, выбор которого предлагается сделать

на предварительном этапе. Наибольший интерес, по мнению автора, представляет рассмотрение вопроса, как изменится стоимость компании для нескольких сценариев, например, при:

- акционировании и без него,
- органическом и неорганическом росте,
- использовании леввереджа и без него,
- слиянии с другой компанией.

На основе подобного моделирования можно сделать вывод о том, какие действия компании необходимо предпринять в текущее время (провести акционирование, привлечь кредиты, осуществить слияния и/или поглощение), чтобы увеличить долгосрочную стоимость компании, спрогнозировать, как изменится экономическая добавленная стоимость на различных временных интервалах. Моделирование автором механизмов управления стоимостью для компании «Синезис» позволило: оценить целесообразность проведения первичного публичного размещения; выбрать тип роста – органический или неорганический; более достоверно прогнозировать стоимость компании; определить факторы, оказывающие максимальное влияние на стоимость компании с помощью анализа чувствительности.

На рис. 1 представлена функция нормального распределения экономической добавленной стоимости для компании «Синезис» на основе метода Монте-Карло (проведено 1 000 испытаний):

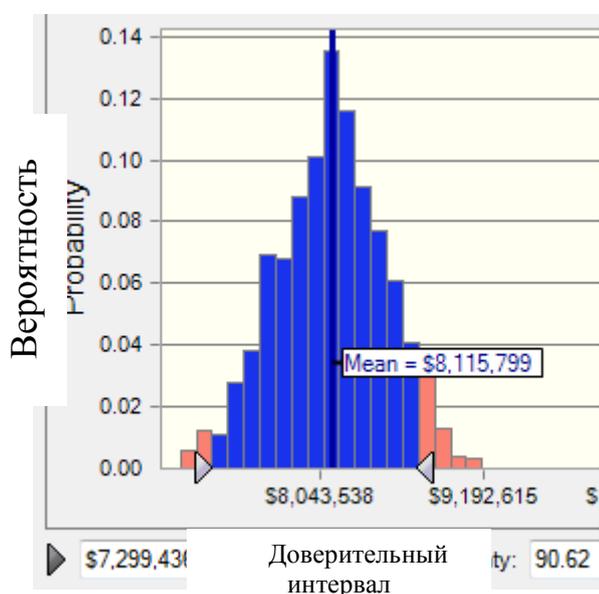


Рис. 1. Функция нормального распределения экономической добавленной стоимости при моделировании роста компании

Апробация модели управления стоимостью на компании «Синезис» позволила выявить, что показатель EVA будет в 2011 году находиться с вероятностью 90,62% в интервале от \$7,3 млн. до \$8,7 млн. В случае публичного акционирования показатель EVA получился значительно ниже (в диапазоне между \$5,6 млн. и \$6,8 с вероятностью 89,43%). Это позволило сделать вывод о нецелесообразности проведения публичного акционирования в 2011 году.

В качестве практического приложения предлагаемой модели автором выработаны предложения по управлению стоимостью конкретной IT-компании. Доказано, что компании необходимо инвестировать в НИОКР при условии, что это с вероятностью не менее 85% приводит к созданию нематериальных активов, рыночная стоимость которых превысит затраты на их создание. При этом условием является увеличение дисконтированной EVA при ставке доходности не менее 30%. Это позволит в будущем получить венчурное финансирование и провести успешное акционирование. Участие венчурных капиталистов в акционировании способствует успешному управлению стоимостью компании, так как они в целом повышают качество корпоративного управления за счет наличия опыта, знаний, технологий и других ресурсов.

В заключении диссертации представлены основные выводы и сформулированы предложения по управлению стоимостью акционируемых компаний, имеющие теоретическое и практическое значение.

По теме диссертации опубликованы следующие работы:

– в научных журналах и изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией:

1. Птицын А.В. Особенности управления ростом компании с использованием IPO в России. Вестник Института экономики РАН. 01.2010 – С. 354–360 (0,44 п.л.).

2. Птицын А.В. Реализация стратегии роста на основе управления проектом IPO. «Государственное управление. Электронный вестник». [Электронный ресурс] URL: <http://e-journal.spa.msu.ru/> 03.2011 – (0,64 п.л.)

– в других изданиях:

3. Птицын А.В. Сравнение затрат и выгод, связанных с IPO // Вестник молодых ученых «Ломоносов», 2007. С. 144–150 (0,51 п.л.).

4. Птицын А.В. Оценка результатов IPO российских компаний // Сборник научных трудов «Практика корпоративного антикризисного управления и проблемы интеграции образования, науки и бизнеса», 01.02.2008 . С. 97–101 (0,37 п.л.).

5. Птицын А.В. Восточная модель IPO // Журнал «Финансовый директор», май 2008 (0,42 п.л.).

6. Птицын А.В. Диагностика ключевых характеристик российских компаний, проводивших IPO // Сборник научных работ аспирантов и докторантов Института экономики РАН. 06.2008 (0,27 п.л.).

7. Птицын А.В. Критерии оценки результатов IPO и моделирование роста // Сборник научных трудов кафедры финансового менеджмента и ее стратегических партнеров «Управление в условиях финансово-экономической нестабильности: стратегия и инструменты». 2010 (0,3 п.л.)

Подписано в печать 16.05.2011
Формат 60x88 1/16. Объем 1.0 п.л.
Тираж 100 экз. Заказ № 1091
Отпечатано в ООО «Соцветие красок»
119991, г. Москва, Ленинские горы, д.1
Главное здание МГУ, к. А-102