

**МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»**

А.Н. ПЕТРОВ

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Учебное пособие

**ИЗДАТЕЛЬСТВО
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО
ЭКОНОМИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА
2024**

УДК 004.451.42
ББК 65.291.2
ПЗ0

Петров А.Н.

ПЗ0 Корпоративное управление : учебное пособие / А.Н. Петров. – СПб. : Изд-во СПбГЭУ, 2024. – 438 с.

ISBN 978-5-7310-6323-4

В учебном пособии рассмотрен современный взгляд на проблемы корпоративного управления. Исследованы основные модели корпоративного управления, взаимоотношения «акционеры–исполнительное руководство», роль материнской компании, а также кодекс корпоративного управления. Особое внимание уделено рассмотрению вопросов формирования корпоративной стратегии на основе портфельного подхода, а также управлению корпоративными рисками.

Издание может быть полезно практическим работникам, связанным с процессом стратегического менеджмента организации, а также студентам магистратуры направлений «Экономика» и «Менеджмент».

Corporate governance : textbook / A.N. Petrov. – St. Petersburg : Publishing house of SPbSUE, 2024. – 438 p.

The textbook examines the modern view of the problems of corporate governance. The main models of corporate governance, the relationship “shareholders-executive management”, the role of the parent company, as well as the corporate governance code are investigated. Particular attention is paid to the issues of corporate strategy formation based on the portfolio approach, as well as corporate risk management.

The textbook can be useful for practitioners involved in the process of strategic management of the organization, as well as for master’s degree students in the areas of “Economics” and “Management”.

UDC 004.451.42
LBC 65.291.2

Рецензенты: д-р экон. наук, проф. **И.В. Федосеев** (СПбГЭУ)
директор департамента экономики и финансов **Н.В. Ушацкий** (СПбГЭУ)

Reviewers: Doctor of Economics, Professor of SPbSUE **I.V. Fedoseev**
Director of the Department of Economics and Finance of SPbSUE **N.V. Ushatsky**

ISBN 978-5-7310-6323-4

© СПбГЭУ, 2024

*Посвящается
профессору Игорю Яковлевичу Блехцину*

ОГЛАВЛЕНИЕ

Глава 1. Сущность корпоративного управления	7
1.1. Что такое корпоративное управление?	7
1.2. Основные модели корпоративного управления	21
1.3. Модели осуществления корпоративного руководства.....	31
1.4. Цель корпораций	48
1.5. Роль материнских компаний	72
1.6. Кодексы корпоративного управления	91
1.7. Чрезмерная оплата за исполнительные полномочия	101
Литература к главе 1	109
Глава 2. Формирование корпоративной стратегии	116
2.1. Понятие корпоративной стратегии.....	119
2.2. Корпоративное целеполагание	128
2.3. Анализ корпоративного портфеля.....	150
2.4. Стратегия корпоративного роста.....	185
2.5. Стратегия корпоративного портфеля	214
2.6. Формирование корпоративной стратегии материнской структуры ...	253
2.7. Корпоративная финансовая стратегия	271
Литература к главе 2	294
Глава 3. Управление корпоративными рисками	298
3.1. Теоретические основы процесса управления рисками	298
3.2. Основные принципы корпоративного управления рисками.....	316
3.3. Риски корпоративного, бизнес- и проектного уровня	332
3.4. Портфельные риски	354
3.5. Финансовые и сопутствующие риски.....	368
Литература к главе 3	389
Приложение 1. Холдинг как организационная форма корпорации	395
Приложение 2. Положение о Совете директоров ПАО «Газпром».....	400
Приложение 3. Кодекс корпоративного управления ПАО «Газпром».....	415
Приложение 4. Кодекс корпоративной этики ПАО «Газпром»	423

Дорогой читатель!

Корпоративное управление является одним из самых сложных разделов менеджмента, поскольку оно представляет собой определенное «таинство», которое осуществляют «сильные мира сего», не афишируя своих действий. Раскрыть этот мир для студентов-магистрантов, да еще попытаться подвести под него определенные теоретические конструкции – дело в общем-то не благодарное, но необходимое! Поэтому Вашему вниманию предлагается авторская версия – видение данного процесса. В книге сделана попытка изложить современные концепции по данному вопросу, которые получили свое развитие в последнее время, например, вопрос о материнской компании, ее необходимости и эффективности. В отличие от классического рассмотрения корпоративной стратегии в разрезе «вектора роста» И. Ансоффа в учебном пособии предложено исследовать данный аспект с позиций портфельного подхода, который набирает силу в стратегическом менеджменте в последнее время.

Главы 1 и 3 написаны совместно с доктором экономических наук А.М. Ароновым, кандидатом экономических наук М.А. Зверевой и кандидатом экономических наук И.И. Петровой.

Особую благодарность автор выражает Н.Д. Пущиной, без помощи которой данное учебное пособие вряд ли увидело бы свет.

Надеюсь, что изучение материала будет интересно и принесет пользу!

С уважением,
доктор экономических наук, профессор,
заслуженный деятель науки РФ А.Н. Петров

Глава 1. СУЩНОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

1.1. Что такое корпоративное управление?

Под управлением понимается действие либо метод управления, и именно в последнем смысле этот термин применим к компаниям. Использование термина «корпоративное управление» стало популярно в 1992 году после публикации «Отчета Комитета по финансовым аспектам корпоративного управления». Обычно его называют «отчетом Кэдбери» по имени председательствующего сэра Адриана Кэдбери (Cadbury A., 1992).

Корпоративное управление можно определить как «систему, с помощью которой управляются и контролируются компании» (Cadbury A., 2002). Вопросы управления касаются «власти и ответственности. Они затрагивают то, где находится власть в корпоративной системе, и какая степень ответственности существует за ее использование» (Cadbury A., 2002). **Шлейфер и Вишны** (Shleifer A. & Vishny R., 1997) утверждают, что корпоративное управление «имеет дело с тем, как поставщики финансов для корпораций обеспечивают себе прибыль от своих инвестиций». В их взглядах на корпоративное управление делается упор на обеспечение того, чтобы поставщики финансов (инвесторы) получали что-то взамен от руководителей, которым они доверяют свои средства.

Более широкое определение дают **Демб и Нойбауэр** (Demb A. & Neubauer F., 1992): «это процесс, с помощью которого корпорации заставляют реагировать на права и пожелания стейкхолдеров». Используя термин «процесс», авторы подчеркивают меняющиеся ожидания, которым советы директоров должны соответствовать, это также распространяется и на стейкхолдеров. Вопрос к советам директоров: кто их стейкхолдеры, и каковы их права? В 2004 году **Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)** выпустила ряд руководящих указаний, озаглавленных «Принципы корпоративного управления ОЭСР». В них говорилось, что корпоративное управление охватывает набор отношений между руководством компании, Советом директоров, акционерами и другими стейкхолдерами. В 2015 году эти принципы были пересмотрены с целью адаптировать корпоративное управление к изменениям в корпоративной и финансовой среде. Они гласят: «Данные принципы признают интересы сотрудников и других стейкхолдеров, а также их важную роль в обеспечении долгосрочного успеха и эффективности деятельности компании».

По словам **Рона Баукола** (Baukol R., 2002), фундаментальной основой корпоративного управления и ответственности является система ценностей организации. В отличие от других, Баукол (Baukol R., 2002) утверждает, что корпоративное управление необходимо, чтобы противодействовать склонности корпораций к эгоизму и близорукости. Он предполагает, что роль корпоративного управления заключается в том, чтобы направлять корпорации, нацеливая их на выполнение корпоративных и социальных обязательств. Обычно корпоративным управлением называют контроль корпорации, разработку ее стратегического направления развития, а также контекст, в котором все это происходит. Дж. Сиоффи (Cioffi J.W., 2000) считает, что контекст корпоративного управления состоит из «цепочки институтов, определенных в соответствии с законом о компаниях, нормативно-правовым регулированием финансового рынка и трудовым правом».

Определение Дж. Сиоффи чрезвычайно полезно, поскольку в нем указывается на невозможность отнесения корпоративного управления к какой-либо одной дисциплинарной сфере. Будучи неотъемлемой частью стратегии, корпоративное управление также связано с такими областями, как законодательство, экономика, социология, бухгалтерский учет, трудовое право и финансы. В узком смысле корпоративное управление означает темы, которые освещаются в годовых отчетах в разделе под соответствующим наименованием: это, как правило, информация о том, как работает Совет директоров, и какие функции он выполняет, как осуществляется управление Советом директоров, и какое сообщение он хочет передать своим акционерам. Такой отчет является обязательным. Если в компании налажено грамотное корпоративное управление, то группа топ-менеджеров под руководством Совета директоров будет иметь возможность формировать видение и мобилизовать сотрудников, что имеет решающее значение для достижения положительного или отрицательного результата, – так считают Н. Тичи (Tichy N.M., 1997) и Р. Чаран (Charan R. and Tichy N.M., 1998).

Корпоративное управление описывает отношения между акционерами, менеджментом и Советом директоров при осуществлении деятельности корпорации (Monks R.A.G. and Minow N., 2011). Оно включает в себя процессы, посредством которых распределяются общие корпоративные полномочия и сферы ответственности, с тем чтобы гарантировать, что компания создает ценность для заинтересованных сторон, особенно для своих акционеров. Эти обязанности разделяют и исполняют акционеры, директора и топ-менеджеры, при этом директора избираются акционерами и обязаны действовать добросовестно, отстаивая интересы компании и проявляя осмотрительность.

Советы директоров должны обладать широкими представлениями, учитывая потребности большого круга заинтересованных сторон, включая сотрудников, клиентов, поставщиков, финансовые учреждения и сообщество в целом. Требование более широких представлений означает, что советы директоров могут не соглашаться с менеджментом относительно таких решений, как реструктуризация или сокращение (Capron L. and Guillen M., 2009).

Суть корпоративного управления заключается в том, чтобы профессиональные менеджеры, которые управляют компанией, эффективно использовали активы для достижения корпоративных целей. Это требует от компании разработки таких процедур, которые бы гарантировали поставщикам капитала, что они получают адекватную отдачу от своих инвестиций. Данные процедуры должны решать агентскую проблему, когда руководители действуют в своих собственных интересах. Можно пойти дальше и предположить, что роль Совета директоров заключается в обеспечении того, чтобы корпоративное руководство стремилось к достижению результативности выше средней, при этом должным образом учитывая риски (Capron L. and Guillen M., 2009).

Идеальная система управления предоставляет руководителям свободу в осуществлении управления в сочетании с точными знаниями об акционерах, чтобы удовлетворять ожидания последних. В то же время акционеры имеют в своем распоряжении достаточную информацию, чтобы знать, были ли их ожидания удовлетворены, а также располагают ли они достаточной ликвидностью на рынке, которая позволяет им легко продавать свои акции. Удовлетворение этих условий требует того, чтобы культура заседаний Совета директоров способствовала открытому обсуждению, в рамках которого руководители могли бы формировать объективные суждения и возлагать на менеджеров ответственность за результаты деятельности компании. Как показывают исследования, проведенные в США, сильный и независимый Совет директоров помогает предотвратить самоуправство со стороны руководителей (Combs J.G. et al., 2007).

Крах таких крупных британских корпораций, как «Полли Пек» (Polly Peck), «Колоролл» (Coloroll), «Бэнк ов Кредит энд Коммерс Интернэшинал» (Bank of Credit and Commerce International/BCCI) и «Миррэ Групп» (Mirror Group), высветил расхождения между годовыми отчетами, финансовой отчетностью и реальностью. Так, например, компания «Полли Пек» (Polly Peck) перешла от рыночной капитализации в 1,75 миллиарда фунтов стерлингов к дефициту почти в 400 миллионов фунтов стерлингов менее чем за четыре недели (Cadbury A., 2002). Их годовой отчет и финансовая отчетность, подписанные

внешними аудиторами, мало свидетельствовали об истинном финансовом положении компании. В то же время росли разногласия по поводу оплаты труда директоров, что фактически расширяло сферу компетенций «отчета Кэдбери». С тех пор деловой мир столкнулся с банкротствами корпораций, по сравнению с которыми случай «Полли Пек» (Polly Peck) выглядит просто мелочью, поскольку рухнули такие глобальные корпорации, как «Энрон» (Enron) и «Леман Бразез» (Lehman Brothers), угрожая нестабильностью на мировых финансовых рынках. За пределами США продолжают разрастаться скандалы вокруг финансовой отчетности, например незавершенный судебный процесс, возбужденный инвесторами против южноафриканского конгломерата «Штайнхофф» (Steinhoff) (Henry A.E., 2021).

После краха «Леман Бразез» (Lehman Brothers) в 2008 году политики по всему миру стремятся обеспечить ответственное и подотчетное поведение тех, кто занимает руководящие должности в корпорациях. Такие термины, как «этика», «прозрачность» и «корпоративная социальная ответственность», которые ранее только косвенно подразумевались в залах заседаний, теперь имеют более явный резонанс. Чтобы понять корпоративное управление, нужно вернуться к истокам создания корпораций.

Истоки корпоративного управления восходят как минимум к 1600 году, когда Лондонской торговой компании, ведущей торговые отношения с Ост-Индией, была предоставлена Королевская хартия (Cadbury A., 2002). Структура управления Ост-Индской компании состояла из *Совета собственников* и *Совета директоров*. В **Совет собственников** входили лица с правом голоса, которое они получили в результате внесения денежной суммы в размере около 200 фунтов стерлингов. Совет собственников собирался редко, потому что в него входили сотни человек, но он обладал высшей властью. Его полномочия требовались для сбора средств и назначения директоров. **Совет директоров** был исполнительным органом, который отвечал за управление компанией, назначение генерального директора и определение направления стратегии, хотя каждое политическое решение требовало согласования с Советом собственников. Совет директоров состоял из управляющего, заместителя управляющего и 24 директоров, собирался он часто.

Структура Ост-Индской компании стала явным прообразом структур современных компаний. Совет собственников – теперь это акционеры, Совет директоров – современное правление, или Совет директоров, а Королевская хартия заложила руководящие принципы, в рамках которых компании сегодня осуществляют свою деятельность. Аналогичным образом

и проблемы, с которыми сталкивался их Совет директоров, находят резонанс в современных компаниях. Некоторые инвесторы придерживались краткосрочного горизонта планирования, требуя прибыли со своих вложенных средств после каждого морского путешествия, в то время как другие придерживались взглядов на более долгую перспективу. У Совета директоров Ост-Индской компании была дополнительная проблема контроля за назначенными должностными лицами, такими как морские капитаны, осуществлявшими путешествия в Ост-Индию. Эти люди действовали не только в интересах компании, но и часто в своих собственных интересах. Таким образом, можно увидеть, что вопросы корпоративного управления уходят корнями в развитие корпорации.

Корпоративная структура продолжала развиваться в ответ на потребности, удовлетворять которые прежними корпоративными формами было уже невозможно. В 1932 году судья Верховного суда США Луи Брандейс (Louis Brandeis) утверждал, что «привилегия заниматься такой коммерческой деятельностью в корпоративной форме – это привилегия, которую государство на свое усмотрение может даровать или в которой может отказать» (Monks R. & Minow N., 2011). Интересно отметить, что, согласно Брандейсу (Brandeis), предоставление корпоративного статуса шло рука об руку с потребностями государственной политики и благосостояния. Его беспокоило, что корпорация использовалась в интересах общества. Далее он заявил, что даже когда ценность корпорации в сфере торговли и промышленности была полностью признана, «бизнес-предприятиям обычно еще долго отказывали в регистрации в качестве корпорации даже после того, как они с легкостью могли регистрироваться в религиозных, образовательных и благотворительных целях» (Monks R. & Minow N., 2011).

Причина, по которой бизнес-предприятиям отказывали в регистрации в качестве корпорации, заключалась в опасении, что корпорация может использовать свою власть, чтобы жертвовать потребностями сотрудников в угоду инвесторам. Брандейс (Brandeis) пронизательно заметил, что существует «ощущение какой-то коварной угрозы, присущей большому скоплению капитала, особенно когда этот капитал принадлежит корпорациям». В результате регистрация корпорациям предоставлялась с осторожностью; обычно в тех случаях, когда необходимо было получить для сообщества какую-то конкретную выгоду, которая иначе была бы недостижима. То, что регистрация корпораций становилась более распространенной, не означало, по его мнению, что опасения по поводу господства корпораций были преодолены.

Хотя мало кто стал бы отрицать огромные выгоды и финансовое преимущество, приносимые современными корпорациями, Брандейс (Brandeis), как и экономист Джон Кеннет Гэлбрейт (John Kenneth Galbraith) после него, с опаской относился к влиянию доминирующих могущественных корпораций. В XXI веке законодательные органы пытаются ограничить власть и влияние технологических компаний, таких как «Фэйсбук» (Facebook), «Алфабэт» (Alphabet) (владелец «Гугл» (Google)), «Амазон» (Amazon) и «Эппл» (Apple) (Anthony E. Henry, 2021).

В соответствии с публичным (общественным) подходом корпоративное управление – это отношения между корпорацией и обществом. В этом случае на первый план выходят вопросы информации и общественного контроля над определенными сторонами деятельности корпорации, формирования системы стимулов и запретов, которые должны обеспечить эффективное развитие корпоративного сектора экономики, ограничивая в то же время негативные последствия и соблюдая базовые интересы других участников корпоративных отношений.

Таким образом, корпоративное управление можно рассматривать с точки зрения внутренней среды, т. е. определять взаимоотношения между ключевыми участниками корпоративных отношений (стейкхолдерами), а можно и с точки зрения внешней среды, т. е. отношений с внешним миром.

В свете нормативного подхода корпоративное управление представляет собой кодекс принципов и норм, регламентирующих права, обязанности и ответственность лиц, участвующих в управлении эмитентом акций. Такие принципы и нормы закрепляются в различных правовых актах (законах и подзаконных актах государства и внутренних правовых документах акционерного общества).

С позиции экономического подхода под корпоративным управлением понимается система отношений между органами управления и должностными лицами предприятия-эмитента, владельцами-акционерами, владельцами долговых ценных бумаг корпорации, а также с другими держателями интереса (stakeholders), так или иначе вовлеченными в управление эмитентом акций как юридическим лицом.

При управленческом подходе корпоративное управление рассматривается как система выборных и назначенных органов акционерного общества, которая управляет им в целях обеспечения максимальной доходности ото всех видов деятельности при соблюдении норм действующего законодательства.

В настоящее время не существует единого определения сущности корпоративного управления, она рассматривается с позиции нескольких подходов.

Очевидно, будет правильным определить сущность такого управления на основе консолидации всех подходов, тогда ее можно будет сформулировать следующим образом.

Корпоративное управление представляет собой деятельность выборных и назначенных органов акционерного общества, направленную на поддержание баланса интересов собственников общества и менеджеров, управляющих собственностью общества, на получение максимальной прибыли от всех видов деятельности общества в рамках норм действующего законодательства.

Корпоративное управление осуществляется общим собранием акционеров, Наблюдательным советом (Советом директоров), правлением и ревизионной комиссией и решает правовые (внутрикорпоративное право), финансовые, маркетинговые, кадровые и организационно-технические вопросы деятельности акционерного общества.

Основные задачи корпоративного управления:

- создание и обеспечение деятельности эффективного механизма анализа, текущего и стратегического управления, принятия управленческих решений и контроля за деятельностью общества;
- обеспечение одинакового и справедливого отношения ко всем акционерам (в том числе к мелким и иностранным) и возможности всем акционерам использовать эффективные способы защиты в случае нарушения их прав;
- балансирование интересов акционеров, менеджеров, работников, клиентов, партнеров и поставщиков акционерного общества, т. е. заинтересованных лиц, государства и общественности.

Приоритетной задачей корпоративного управления является балансирование интересов, заинтересованных в деятельности акционерного общества лиц (стейкхолдеров).

Приоритетность именно этой задачи обусловлена такой особенностью корпоративного управления, как отделение владения собственностью от непосредственного управления ею. В результате этого неизбежно возрастает роль наемных менеджеров, непосредственно управляющих деятельностью корпорации. Возникают различные группы участников корпоративных отношений, складывающиеся в связи с таким управлением. Каждая группа преследует собственные интересы.

Для большинства крупных акционерных обществ можно выделить следующие группы участников корпоративных отношений, каждая из которых имеет свои интересы:

- менеджмент (в том числе единоличный управленческий орган);
- крупные акционеры (владельцы контрольного пакета голосующих акций общества);
- акционеры, владеющие незначительными пакетами акций (так называемые мелкие или миноритарные акционеры);
- владельцы иных ценных бумаг акционерного общества;
- кредиторы, не являющиеся владельцами ценных бумаг общества;
- органы государственной власти и органы местного самоуправления.

Интересы каждой из перечисленных групп не только не совпадают, но и зачастую противоречат друг другу.

Менеджеры акционерного общества озабочены, прежде всего, прочностью своего положения, ростом собственных доходов и снижением опасности воздействия непредвиденных обстоятельств.

В то же время акционеры общества, заинтересованные в росте его прибыли и высокой курсовой стоимости его акций, склонны к поддержке решений, которые ведут к получению обществом высоких прибылей, даже и сопряженных с высоким риском. Органы государственной власти и местного самоуправления заинтересованы в способности общества выплачивать налоги и другие обязательные платежи, а также в создании рабочих мест. Кредиторов общества, не являющихся владельцами его ценных бумаг, интересует стабильность и устойчивость финансового положения акционерного общества как необходимые условия выполнения им взятых на себя обязательств.

Проблема корпоративного управления, связанная с установлением баланса интересов разных групп заинтересованных лиц (акционеров, в том числе крупных и миноритарных, менеджеров компании и ее работников, государственных органов), актуальна для большинства стран мира.

Вопрос выработки норм корпоративного управления стал центром внимания и международных организаций. Как уже отмечалось, Советом ОЭСР в мае 1999 года были утверждены Принципы корпоративного управления, которые носят рекомендательный характер и являются ориентиром для создания правовой базы корпоративного управления на государственном уровне, а также для оценки и выработки компанией собственной практики. В документе изложены принципы, относящиеся к пяти областям.

1. Права акционеров.
2. Равноправие акционеров.
3. Роль заинтересованных лиц в управлении корпорацией.

4. Раскрытие информации и прозрачность.

5. Обязанности Совета директоров.

К основным правам акционеров относятся права:

- 1) на надежные методы регистрации права собственности;
- 2) на отчуждение или передачу акций;
- 3) на получение необходимой информации о корпорации на своевременной и регулярной основе;
- 4) на участие и голосование на общих собраниях акционеров;
- 5) на участие в выборах правления;
- 6) на долю в прибылях корпорации.

Отношение ко всем акционерам одной категории должно быть одинаковым. В рамках каждой категории все акционеры должны иметь одинаковые права голоса. Все инвесторы должны иметь возможность до покупки акций получить информацию о правах голоса, связанных с каждой категорией акций. Любые изменения прав голоса должны утверждаться голосованием акционеров.

Структура корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом права заинтересованных лиц и поощрять активное сотрудничество между корпорациями и заинтересованными лицами в создании богатства и рабочих мест и обеспечении устойчивости финансово благополучных предприятий.

Структура корпоративного управления должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам, касающимся корпорации, включая финансовое положение, результаты деятельности, собственность и управление компанией.

Структура корпоративного управления должна обеспечивать стратегическое управление компанией, эффективный контроль администрации со стороны правления, а также подотчетность правления перед компанией и акционерами.

100%-ный уровень реализации этих принципов не достигнут нигде. Но более всего приблизились к нему наиболее развитые страны, в первую очередь принадлежащие к англо-американской правовой семье (США, Гонконг, Канада). Несколько отстают страны континентального права (ЕС).

Корпоративное управление базируется на следующих подходах:

- отчетность;
- установление процедуры голосования;
- прозрачность;

- кодекс принципов;
- справедливость;
- стратегическое планирование.

Указанные подходы сводятся к максимальной открытости и справедливости процесса корпоративного управления, обеспечению равных условий доступа к релевантной информации для всех участников этого процесса. Сущность подходов к корпоративному управлению состоит в следующем.

Отчетность. Обязательства перед акционерами. Члены Наблюдательного совета и правления должны быть подотчетны акционерам. Наблюдательный совет несет особую ответственность за развитие стратегического планирования в акционерном обществе таким образом, чтобы повышение стабильности акций на долговременной основе было доминирующим фактором его деятельности. Другой обязанностью Совета является постоянная оценка своего соответствия, как и соответствия команды менеджеров задачам стратегического планирования. Наблюдательный совет и правление должны быть открыты для любого запроса со стороны акционеров о состоянии акционерного общества и степени эффективности функционирования административной команды. Совет обязан информировать, каким образом принимаются важнейшие решения, включая вопросы оплаты труда руководства, стратегического планирования, менеджмента, назначения членов правления и оценку деятельности общества. Акционеры должны иметь достоверную информацию о биографии кандидата на должность директора, включая его связи с компанией.

Надзор. Наблюдательный совет и акционеры должны располагать возможностью эффективного мониторинга деятельности акционерного общества.

Оплата труда руководящих работников. Одна из наиболее эффективных форм совершенствования системы корпоративного управления – согласование интересов менеджмента с интересами акционеров. Оплата труда управленческих работников должна быть связана с долгосрочной деятельностью компании.

Установление процедуры голосования. Подготовка материалов для голосования по доверенности. Такие материалы должны быть четкими, краткими и предоставлять адекватную информацию, позволяющую принимать на ее основании решения по рассматриваемым вопросам. Подобные материалы должны распространяться таким образом, чтобы поощрять активное участие акционеров в деятельности общества. Это предполагает своевременное уведомление о собрании и вопросах, выносимых на голосование.

Подсчет голосов. Голоса должны быть четко подсчитаны, а результаты голосования, независимо от его формы (личное или по доверенности), обнародованы. В противном случае предпочтение может быть отдано интересам одних акционеров в ущерб другим, а у менеджмента акционерного общества не будет реального понимания того, что происходит в среде акционеров.

Технологии. Следует применять новые, наиболее простые и дешевые технологии в процессе голосования и голосования по доверенности.

Прозрачность. Открытость. Свобода, действенность и конкурентность рынка основаны на открытости. Акционеры должны чувствовать уверенность в рынке и информации, которую он предоставляет, а также в акционерном обществе, в которое они вкладывают свои средства. Если рынок не создает такой уровень доверия, акционеры перестанут участвовать в его деятельности.

Стандарты отчетности. В настоящее время разные рынки применяют различные стандарты отчетности. Это делает невозможным эффективный анализ ситуации для мировых инвесторов. Акционерные общества должны стремиться к использованию общепризнанных международных стандартов отчетности.

Отчет о соответствии принципам взаимоотношений с акционерами. На некоторых рынках разработаны или разрабатываются кодексы принципов взаимоотношений с акционерами (кодексы корпоративного управления). Акционерные общества, работающие на рынках и принявшие эти кодексы, должны отчитываться перед акционерами в том, как они придерживаются этих правил, обосновывать любое отклонение от них.

Все акционерные общества обязаны разработать свой свод принципов, которыми руководствуются члены Наблюдательного совета и правления. Они призваны четко регламентировать взаимоотношения с акционерами и обязательства общества перед ними и должны стать нормой корпоративного управления на всех рынках.

На практике в корпоративном управлении обществом необходимо придерживаться кодекса и докладывать акционерам о любых отклонениях от него.

Участники корпоративных отношений должны периодически пересматривать положения кодекса с тем, чтобы стандарты корпоративного управления находились на высоком уровне.

Справедливость. Акционерные общества, действующие на рынке, должны обеспечить одинаковое отношение ко всем акционерам, включая иностранных. Они должны уважать интересы мелких акционеров и не предпринимать действий, которые причинили бы им или их инвестициям значительный ущерб.

Одна акция – один голос. В принципе, одна акция акционерного общества должна давать ее владельцу право одного голоса на собраниях акционеров.

Стратегическое планирование. Члены Наблюдательного совета и правления акционерного общества должны обладать долгосрочным стратегическим видением, которое, по сути, предполагает наращивание капитала, хотя стратегия и тактика у акционеров различаются и по ширине инвестиционных горизонтов, и по характеру. Они должны поддерживать менеджмент в критические для общества моменты, поощряя действия, которые направлены на высокую доходность на долгосрочной основе.

Таким образом, принципы корпоративного управления – это права акционеров; одинаковое отношение к акционерам; роль заинтересованных лиц; раскрытие информации и ее прозрачность; обязанности Наблюдательного совета.

Принципы корпоративного управления сосредоточены на проблемах корпоративного управления, возникающих вследствие разделения собственности и управления ею. Указанные принципы предназначены для акционерных обществ, чьи акции обращаются (продаются и покупаются) на финансовом рынке.

Реализация принципов корпоративного управления осуществляется посредством соблюдения различного рода процедур в корпоративном управлении.

Принцип одинакового отношения к акционерам в корпоративном управлении обеспечивается, прежде всего, одинаковым отношением к акционерам, владеющим акциями одного класса, что проявляется в следующем:

- в рамках одного класса акций все акционеры должны иметь одинаковое право голоса;
- инвесторы до покупки акций должны получить информацию о правах голоса по акциям всех категорий;
- все изменения по правам голоса должны утверждаться акционерами;
- управляющие акциями или доверенные лица должны голосовать по согласованию с собственником акций, интересы которого они представляют;
- регламент и процедура проведения общего собрания акционеров должны обеспечивать одинаковое и справедливое отношение ко всем акционерам;
- процедура проведения общего собрания, принятая акционерным обществом, не должна усложнять участие акционеров в голосовании.

Принципы корпоративного управления определяют роль заинтересованных лиц (стейкхолдеров) посредством регламентирования их участия в деятельности акционерного общества. К числу таких лиц относятся, например,

банки, предоставившие кредиты акционерному обществу, органы местного самоуправления.

Система корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом права заинтересованных лиц (стейкхолдеров) и поощрять активное сотрудничество между акционерным обществом и заинтересованными лицами в создании благосостояния общества, рабочих мест и обеспечении финансовой стабильности общества.

Если интересы заинтересованных лиц защищены законом, в корпоративном управлении должны быть учтены методы, с помощью которых указанные лица могут защищать свои права. Система корпоративного управления должна позволять заинтересованным лицам принимать участие в мерах, направленных на повышение эффективности деятельности акционерного общества. Если заинтересованные лица принимают участие в корпоративном управлении, они должны иметь доступ к необходимой для этого информации о деятельности общества.

Раскрытие информации и ее прозрачность – один из основополагающих принципов корпоративного управления, предусматривающий, что система корпоративного управления должна обеспечить своевременное и точное раскрытие информации по наиболее важным вопросам, касающимся деятельности акционерного общества, включая финансовое состояние, продуктивность, собственность и управление.

Структура корпоративного управления должна обеспечивать стратегическое управление акционерным обществом эффективный контроль деятельности исполнительного органа общества – правления – со стороны Наблюдательного совета, а также ответственность этого Совета перед обществом и акционерами.

Этот принцип воплощается в корпоративном управлении следующим образом: члены Наблюдательного совета должны действовать добросовестно и в интересах акционерного общества и акционеров; Наблюдательный совет должен учитывать интересы всех заинтересованных лиц и справедливо относиться ко всем акционерам, выполнять определенные ключевые функции в деятельности акционерного общества, а также быть полностью независимым от правления и иметь доступ к информации о деятельности акционерного общества.

Участниками корпоративных отношений являются:

- менеджеры компании;
- владельцы (акционеры);

- иные заинтересованные группы. Эти группы могут включать в себя кредиторов компании, наемный персонал, местные органы самоуправления и пр.

Интересы основных групп участников корпоративных отношений обычно различаются.

Менеджеры получают основную часть своего вознаграждения, как правило, в виде гарантированной заработной платы, в то время как остальные формы вознаграждения играют для них значительно меньшую роль. Концентрируя свои основные усилия в компании, в которой работают, они заинтересованы в устойчивости этой компании и снижении опасности воздействия непредвиденных обстоятельств. Менеджеры заинтересованы в продлении своих контрактов на работу в компании. Они непосредственно взаимодействуют с большим числом групп, проявляющих интерес к деятельности компании (кредиторы, региональные и местные власти, персонал и пр.).

Акционеры могут получить лишь ту часть прибыли компании, которая остается после того, как компания рассчитается по своим обязательствам, и выплачивается в виде дивидендов, а также за счет продажи акций в случае высокого уровня их котировок. Чем выше уровень прибыли, тем больший размер дивидендов выплачивает корпорация. Акционеры заинтересованы в высоких прибылях компании и высоком курсе ее акций и поэтому склонны к поддержке решений, которые ведут к получению компанией высоких прибылей, но и сопряженных с высоким риском. Они, как правило, диверсифицируют свои инвестиции среди нескольких компаний.

Владельцы (акционеры) могут воздействовать на менеджмент компании двумя способами:

- 1) проведение собраний акционеров, через избрание того или иного состава Совета директоров и одобрения или неодобрения деятельности менеджмента компании;

- 2) путем продажи принадлежащих им акций, воздействуя тем самым на курс акций, а также создавая возможность поглощения компании акционерами, недружественными менеджменту.

Акционеры непосредственно не взаимодействуют с менеджментом компании и другими заинтересованными группами.

Заинтересованные группы (стейкхолдеры): кредиторы получают прибыль, уровень которой зафиксирован в договоре между ними и компанией. Они заинтересованы в устойчивости компании и гарантиях возврата представленных средств и поэтому не склонны поддерживать решения, обеспечивающие высокую прибыль, но связанные с высокими рисками.

Этот конфликт интересов характерен для корпораций, у которых велика доля заемного капитала, и владельцы которых склонны к рискованному инвестированию, так как в случае провала значительные убытки понесут кредиторы, а в случае успеха выгода достанется только владельцам. Данное противоречие предполагает, что обе группы имеют различные подходы к контролю управления корпорацией.

Служащие компании тоже заинтересованы в устойчивости компании и сохранении своих рабочих мест. Чтобы заинтересовать служащих корпорации, необходимо обеспечить им высокую заработную плату, а это снижает доходы акционеров.

Осуществлять инвестирование в деятельность корпорации могут и местные органы самоуправления, развивая инфраструктуру или создавая благоприятные условия налогообложения, что повышает конкурентоспособность компании. Они поступают так потому, что заинтересованы в деятельности компании на своей территории, поскольку компании обеспечивают рабочие места, а налоги увеличивают доходную часть местных бюджетов. Поэтому местные органы власти заинтересованы в устойчивости компании.

Основные причины появления проблемы корпоративного управления – это отделение владения от непосредственного управления собственностью и борьба интересов различных групп корпоративных отношений.

Каждая компания должна решить, какие именно другие заинтересованные группы (помимо акционеров) должны быть представлены в корпоративном управлении. Решение по этому вопросу принимается в зависимости от особенностей экономической и социальной структуры данной страны, масштабов деятельности компании, характера ее взаимодействия с окружающей средой и других факторов.

1.2. Основные модели корпоративного управления

Во всех странах компании являются юридическими лицами и могут заключать контракты, предъявлять иски и выступать в качестве ответчиков по искам других лиц, в том числе физических. В большинстве стран компания, официально зарегистрированная на бирже, имеет неограниченный срок деятельности и может иметь неограниченное количество акционеров, в качестве которых вправе выступать как физические лица, так и другие организации, хотя в некоторых странах предусмотрены ограничения, касающиеся того, кто может являться акционером. Например, в США банки не могут владеть

акциями промышленных предприятий, но это требование, как правило, не действует в Европе.

Акционеры, которые предоставляют компании акционерный капитал, являются ее владельцами. Их ответственность, как правило, ограничивается их первоначальным акционерным капиталом. В случае банкротства компании, официально зарегистрированной на бирже, акционеры не могут лично быть привлечены к ответственности по долговым обязательствам. В обмен на ограниченную ответственность акционеры компаний, зарегистрированных на бирже, отказываются от контроля активов в пользу менеджеров. Тем не менее они должны ожидать, что менеджеры будут действовать в интересах акционеров, а не в своих интересах. Другие организационно-правовые формы предусматривают различные требования. Так, например, традиционное партнерство обычно имеет ограниченное число партнеров. Кроме того, партнерство прекращает свое существование после смерти партнера, и партнеры несут солидарную ответственность по долговым обязательствам партнерства.

Отличительной чертой компаний, зарегистрированных на бирже, является разделение прав собственности и контроля (Berle A.J. and Means G., 1968). Акционеры владеют компанией, но практически не контролируют ее повседневную работу или даже не имеют возможности получать текущую информацию о показателях деятельности компании. Принятие всех управленческих решений входит в сферу ответственности профессиональных менеджеров, которые должны регулярно отчитываться о своей работе посредством годовых отчетов. Акционеры вправе передавать свои интересы путем продажи акций, тем не менее менеджеры должны нести ответственность за долгосрочную деятельность компании. Такова роль Совета директоров, который должен быть независимым, компетентным и мотивированным, чтобы представлять интересы владельцев. Поскольку менеджерам предоставляется право принимать решения и брать на себя разумные риски, трудность заключается в том, как предоставить им эти полномочия, но сохранить при этом их подотчетность за их использование.

Хотя правовые системы, действующие в разных странах мира, отражают культуру, историю и развитие этих стран, похоже, что имеет место значительное сближение требований к обоснованным процессам корпоративного управления.

Н. Флигштейн и Дж. Чу (Fligstein N. and Choo J., 2005) выделяют четыре основные модели корпоративного управления, описанные в литературе.

1. *Акционерный капитализм.* Американской модели акционерного капитализма присуща распыленность акционеров, которые предоставляют основную часть финансирования для крупных акционерных обществ открытого типа. Советы директоров осуществляют контроль командой менеджеров. Топ-менеджмент практически бесправен и не имеет своих представителей в составе советов директоров. Неотъемлемой частью легитимизации является аудит, который проводится с привлечением крупных бухгалтерских фирм, аналитиков по ценным бумагам и рейтинговых агентств. Доступность и прозрачность информации контролируют национальные органы государственной власти, например такие как Комиссия по ценным бумагам и биржам США. Вознаграждение, выплачиваемое руководству высшего звена, определяется в контексте конкурентного рынка на основе агентских подходов. В качестве конкурентных рыночных механизмов, направленных на то, чтобы лучше согласовать интересы руководства с интересами акционеров, служат поглощения компаний и борьба за доверенности. В американской модели для получения финансирования корпорации полагаются, как правило, на корпоративный акционерный капитал (фондовые рынки) и заемный капитал (рынки облигаций).

Помимо США, модель акционерного капитализма характеризует корпоративное управление в Великобритании, а также в Канаде, Австралии и Новой Зеландии – странах, где капитализм доминиона или колонизатора породил институты, основанные на британских нормах и правилах (Asemtoglu D. et al., 2001), однако на уровне компаний системы управления, как правило, различаются.

2. *Социал-демократический капитализм заинтересованных сторон.* Немецкая модель социал-демократического капитализма заинтересованных сторон включает акционеров – держателей крупного акционерного капитала, которые часто представлены семьями – основателями компаний, банками, страховыми обществами или другими финансовыми учреждениями, владеющими основной частью акций. Тесные взаимосвязи между собственниками позволяют крупным акционерам следить за организацией повседневной работы. Подобная закрытая структура собственности позволяет крупным акционерам осуществлять внутренний контроль текущей деятельности компании. Инсайдеры часто владеют акциями других компаний, что предоставляет им доступ к непрозрачной информации. Важной заинтересованной стороной являются профсоюзы. Их ключевая роль в управлении корпоративными компаниями реализуется посредством системы кодетерминации, которая предусматривает представленность работников в советах директоров (Roe M.J., 2003). Немец-

кая модель (или ее разновидности) доминирует в странах континентальной Европы и некоторых странах Азии, включая Японию.

В немецкой и японской моделях акциями компаний владеют банки, которые им, как правило, предоставляют займы. В таких странах, как Германия и Япония, акционеры имеют более низкий приоритет, поскольку корпоративная стратегия в значительно меньшей степени сосредоточена на краткосрочных показателях стоимости акций на рынке, которые играют главную роль в моделях преимущественного права акционеров. В Германии, конституция которой гласит: «Собственность обязывает. Пользование ею должно одновременно служить общему благу» (Charkham J., 1994), корпоративное управление в конечном счете ориентируется на долгосрочную устойчивость компании с позиции не только ее собственников и акционеров, но и других заинтересованных сторон, включая поставщиков, кредиторов, клиентов и особенно сотрудников. Акционерная стоимость не обязательно превалирует над интересами других заинтересованных сторон.

3. *Государственный капитализм* имеет место там, где компании в основном находятся в собственности правительства. Правительство владеет крупными компаниями и финансовым сектором и контролирует их. Работа сотрудников регулируется непосредственно правительством, их карьера регламентируется бюрократическими правилами. Они получают постоянный социальный пакет. Государственный капитализм является доминирующей моделью на государственных предприятиях в Китайской Народной Республике. Финансирование, кроме прямых иностранных инвестиций, которые подлежат жесткому регулированию, контролируется государственными банками. Некоторые эксперты полагают, что государственная собственность на банки негативно сказывается на экономическом росте (La Porta R. et al., 1999), однако имеются факты, свидетельствующие о том, что такая государственная поддержка сыграла важную роль в развитии Кореи, Тайваня и, вероятно, Китая (Amsden A., 2001; Wade R., 1990a).

4. *Семейный капитализм*. В большинстве развивающихся стран доминирует модель семейного бизнеса, семейного капитализма (La Porta R. et al., 1999), в рамках которой управлением занимаются владельцы, компании являются частными, а рынки акционерного и заемного капитала играют в обеспечении финансирования, как правило, второстепенную роль. Источником капитала служат главным образом семейные связи и активы. Работники наделяются, как правило, ограниченной властью.

Исследования, посвященные транснациональному развитию и взаимопроникновению принципов промышленной организации и управления, демонстрируют важность изучения исторической, политической и социальной составляющих, казалось бы, рациональных экономических моделей и способов организации, подчеркивая историческую роль взаимоотношений между бизнесом, с одной стороны, и государством и обществом – с другой (Blasco M. and Zolner M., 2010).

М. Гуиллен описал, каким образом руководители используют новые организационные модели для решения идеологических и технических проблем, возникающих в тех случаях, когда изменение масштаба и структурной сложности компании, международная конкурентная среда или волнения среди рабочего класса бросают вызов сложившейся практике (Guillen M.F., 1994). Модели могут описывать сложные реалии лишь в общих чертах.

Рассмотрим более подробно следующие три модели: акционерный капитализм американского образца, немецкий капитализм заинтересованных сторон и гибридные формы, характерные для восточноазиатского капитализма.

Акционерный капитализм

В научной литературе ведется множество дискуссий об американской модели корпоративного управления США, исходящей из акционерной стоимости, и о соответствующей модели капитализма. В послевоенный период американская модель распространилась на Европу, где была воспринята с неодобрением: авторитетные на национальном уровне специалисты, например (Servan-Schreiber J., 1967) во Франции расценивали американскую модель промышленной организации как форму культурного и делового империализма. Ключевым компонентом американской модели в противопоставление командным экономикам, возникшим в Восточной Европе после Второй мировой войны (Judt T., 2005), были свободные рынки, которые все же находились в тени американских корпораций, представляющих собой гигантские бюрократические механизмы.

Такие факторы, как распределенное владение ценными бумагами и глубина рынков акций и облигаций, считались важными для обеспечения эффективности инвестиций (Hansmann H., 1996; Hansmann H. and Kraakman R., 2001), однако эмпирические данные неоднозначны (Levine R., 1997). Как считают Н. Флигштейн и Дж. Чу (Fligstein N. and Choo J., 2005), банки и финансовые рынки обеспечивают экономический рост независимо друг от друга и выполняют в экономике разные функции. Действительно, во время мирового финансового кризиса, который постепенно назревал и вырвался на

сцену в 2008 году, финансовые рынки стали ареной все более спекулятивных торгов производными финансовыми продуктами, которые и привели к кризису. После начала кризиса его усугублению способствовало нежелание банков выдавать кредиты, обусловленное необходимостью очистить свои балансы от безнадежных долгов и уменьшить масштаб сопряженной с рисками деятельности, связанной с тем, что ликвидность иссякла, а правительства проводили политику жесткой экономии (Stewart R. Clegg et al., 2017).

В основе конкретных моделей и предпочтительных способов их реализации всегда лежат идеи, убеждения, ценности и предположения, организованные в более или менее последовательные идеологические концепции, будь то американская идея неприкосновенных прав и свобод или французская идея существования ярко выраженных национальных культурных различий (Maclean M. et al., 2006). Отчасти по этим причинам американские ноу-хау в сфере организационного управления нелегко или не сразу получили распространение в Европе, несмотря на геополитический баланс сил, который имел место после Второй мировой войны. Среднестатистические европейские компании были намного меньше по размеру, более слабыми на мировом рынке и более фрагментированными, чем тяжеловесы американского корпоративного капитализма. Кроме того, промышленная деятельность во Франции, Германии и Италии была организована иначе: она была представлена, как правило, небольшими семейными предприятиями и имела большее значение для государства. Традиционно компании имели важную социальную функцию, а главным приоритетом было их выживание (наряду с защитой семейной собственности).

Социал-демократический капитализм заинтересованных сторон

Обычно системы отраслевых отношений рассматриваются, особенно организациями-работодателями, в качестве важнейшей переменной, влияющей на экономические результаты. Результатом деятельности социал-демократических партий и борьбы за права в сфере производственных отношений в передовых индустриально развитых обществах стала государственная политика всеобщего благоденствия, предусматривающая защиту трудящихся от безработицы (Garrett G., 1998a; Garrett G., 1998b; Hicks A.M., 1999). Скандинавские страны, где права трудящихся наиболее последовательно воплощены на практике (Abrahamsson B. and Brostrom A., 1980; Garrett G., 1998a; Hicks A.M., 1999; Rodrik D., 2003), не проявляют системных признаков того, что организации и права трудящихся и расширение политики всеобщего благосостояния отрицательно сказываются на долгосрочном экономическом росте. Более высокие налоги и более высокие стандарты социального обеспечения в странах

Западной Европы, проводящих социал-демократическую политику, обеспечивают более высокий уровень социальной защиты и более широкие льготы, чем в англо-американских странах (США, Соединенное Королевство, Австралия, Новая Зеландия, Канада). В этих странах неравенство в доходах сократилось за счет более активной работы профсоюзных организаций и более скоординированного ведения переговоров об условиях труда, однако, согласно данным ОЭСР, не существует «последовательной и четкой взаимосвязи между этими ключевыми характеристиками систем коллективных трудовых переговоров и совокупной занятостью, безработицей или экономическим ростом» (OECD, 1997). Похоже, что корпоративное управление, которое предусматривает представительство заинтересованных сторон в советах директоров, и определенные права трудящихся, заложенные в правовой системе, не смогли подорвать предпринимательский дух капитализма.

Семейный капитализм в компаниях типа Миттельштанд

Одним из недавних подходов, который продвигается идеологами элит, является подход Миттельштанд (Logue D. et al., 2015). Институт исследований Миттельштанд (IfM) в Бонне определяет современную организацию Миттельштанд как «малые и средние предприятия» (МСП) в зависимости от количества сотрудников и/или годового оборота. В Германии к ним относятся предприятия, чей штат насчитывает до 500 сотрудников, а оборот составляет до 50 миллионов евро. Однако определение феномена Миттельштанд является до некоторой степени гибким; компания, в штате которой насчитывается более 1000 сотрудников, может считаться частью Миттельштанд, если она принадлежит семье и управляется ею и если в ее деловой культуре сохранились аспекты первоначального экономического и культурного устройства, например, семейный контроль и семейное управление, сильные семейные ценности, патриархальная культура, акцент на преемственности.

Форма семейного предприятия обеспечивает преемственность поколений и целенаправленные, долгосрочные стратегии, ориентированные на инновации и потребности клиента. Феномен Миттельштанд получил отражение в таких законах, как, например, закон об участии сотрудников в управлении предприятием, или кодетерминации (Mitbestimmung). Кодетерминация «является одним из краеугольных камней экономического устройства Германии». Она получила широкое признание как «признак социально регулируемого, укрощенного, так называемого рейнского капитализма» (Silvia S., 2013). Послевоенная практика кодетерминации включает в себя два четко выраженных компонента: представительство сотрудников в наблюдательных советах и в советах предприятий.

В более широком смысле этот термин отражает определенные взаимоотношения между бизнесом и рабочей силой в Германии: хотя между сторонами регулярно происходят серьезные конфликты, обе из них признают друг друга в качестве законных партнеров, а также разделяют обоюдную приверженность верховенству закона (Silvia S., 2013). Кодетерминация пользуется в Германии широкой общественной поддержкой, несмотря на недавние кампании в средствах массовой информации, акцентирующие внимание на скандалах с участием Миттельштанд (Kuhne K. and Sadowski D., 2011).

Агентская проблема, связанная с разделением собственности и контроля, наряду с потребностью компаний в получении капитала, разрешается по-разному в зависимости от общества, что обусловлено различиями в эволюции институциональных основ правовых и политических систем. Миттельштанд – это один из путей эволюции, который вызывает у специалистов восхищение, в частности потому, что он согласуется с национальной системой кодетерминации и действующей в Германии системой банковской собственности, при которой немецкие банки владеют крупными пакетами акций компаний от своего имени. Банки, как правило, не продают эти акции и удерживают их в течение длительного периода времени (Evans P., 1995).

Политические, культурные и правовые системы, с одной стороны, и компании, с другой стороны, взаимодействуют между собой, в результате чего со временем формируют национальные системы, обусловленные национальными факторами и местной политической, социальной и экономической борьбой. Важны именно стабильность и предсказуемость институтов, а не их сущностная форма. Инвесторы хотят быть уверенными в том, что их доход не подлежит произвольному изъятию, что права собственности являются незыблемыми, что их конкуренты не получают прибыль в результате взяточничества и коррупции, и что государство стремится действовать в качестве нейтрального арбитра, а не покровителя особых деловых интересов (Evans P. and Rauch R., 1999; Wade R., 1990a; Wade R., 1990b; Weiss L., 1998).

Правовые институты в сфере корпоративного управления и, соответственно, практика работы компаний формируются и создаются общими, контекстуальными факторами политики и культуры конкретного общества.

Восточноазиатский гибридный капитализм

Помимо вопроса распространения американской модели, ученые также исследовали восточноазиатские бизнес-модели, вдохновленные в значительной степени трудами Р. Бендикса (Bendix R., 1956). Восточноазиатское корпоративное управление, которое применяется в разных регионах и странах, сочетает в

себе экономические, культурные и властные отношения, формирующие рост схожих форм организаций в Южной Корее, Японии и на Тайване. В своем исследовании возникновения этих схем промышленного развития Г. Хамилтон и Н. Биггарт (Hamilton G.G. and Biggart N.W., 1988) продемонстрировали ту роль, которую играют рыночные, культурные и структурные объяснения в формировании организационных моделей и практик в каждой из соответствующих стран. Сложность различных национальных моделей организации, которые находятся под влиянием культурных, рыночных и структурных факторов, иллюстрирует, например, такая цитата: «Управленческая культура южнокорейских компаний происходит из того же источника – государства и политики государственного управления. В Южной Корее отсутствует местный характер корпоративной культуры, какой, например, присущ японским компаниям. Вместо этого здесь была разработана идеология администрирования, представляющая собой обновленную версию традиционной конфуцианской идеологии ученого чиновничества. По этой причине американская бизнес-идеология оказала намного большее влияние в Южной Корее, чем в Японии или на Тайване» (Hamilton G.G. and Biggart N.W., 1988).

В руках стейкхолдеров находится обширная сеть активов, связанных отношениями перекрестного владения. В нее, как правило, входят банки, поставщики, субподрядчики и клиенты, объединенные в «кейрецу» – промышленную группу, характеризующуюся отличительными схемами собственности, свойственными Японии. На долю таких кейрецу приходится половина всех японских компаний, чьи акции котируются на фондовой бирже. При этом, как правило, банки владеют третью компаний, а соответствующие корпорации – еще третью. Такие акционеры являются долгосрочными инвесторами, и они не торгуют акциями. В случае кризиса основной банк часто вмешивается и берет на себя управление предприятием, оказавшимся в затруднительном положении.

В Японии корпоративное управление ориентировано на обеспечение долгосрочного роста активов, находящихся во владении кейрецу. Совет директоров в японских компаниях обладает минимальной властью, при этом реальное корпоративное управление осуществляется кейрецу. Советы директоров, как правило, довольно большие: обычно в их состав входят от 20 до 30 членов, большинство из которых являются действующими или бывшими руководителями высшего звена компании. В подавляющем большинстве японских советов директоров либо вообще нет внешних директоров, либо их число очень незначительно. Президент компании выбирает таких директоров,

которые будут следовать любой стратегии, которую определит президент. Сам президент компании чрезвычайно влиятелен. Он осуществляет управление в тесном взаимодействии с небольшим, избранным руководящим комитетом. Президент не всегда является председателем Совета директоров: эта роль в значительной мере носит церемониальный характер, и ее исполняет вышедший на пенсию президент, политик или государственный чиновник. Члены Совета директоров более низкого уровня редко ставят стратегию под сомнение (Charkham J., 1994). Как правило, в год проводится всего около четырех собраний, на которых они могли бы это сделать.

Аналитические исследования, которые акцентируют внимание только на государственной политике или экономической отчетности, сосредоточенной исключительно на предпринимательской деятельности, не учитывают специфики, характерной для индустриализации Восточной Азии. Важна культурная составляющая. Как отмечают Г. Хамильтон и Н. Биггарт, наряду с политическими и экономическими факторами важную роль играют «обобщенные представления об убеждениях, касающиеся относительной важности таких социальных факторов, как принадлежность к той или иной социальной группе, лояльность и подчинение в иерархической системе власти» (Hamilton G.G. and Biggart N.W., 1988).

Очевидно, что в разнообразных контекстах единой системы корпоративного управления быть не может. В государственном секторе жилищно-коммунального хозяйства, по крайней мере, до приватизации может быть принята форма государственного капитализма. В секторе малого бизнеса будет доминировать семейный капитализм. Крупные частные корпорации будут балансировать между большим или меньшим влиянием заинтересованных сторон и акционерного капитала, при этом баланс будет зависеть от конкретной страны.

Определяющую роль в дискуссиях и обсуждениях по вопросам корпоративного управления играют англоязычные авторы, обычно из англосаксонских стран, таких как США или Соединенное Королевство. В этой связи можно предположить, что нет необходимости рассуждать об относительных различиях в области корпоративного управления, потому что дискуссии универсальны, и системы повсюду одинаковы. То, что подобное предположение может возникнуть, является следствием доминирования неоклассической микроэкономической теории в англоязычных дискуссиях, посвященных корпоративному управлению. Однако если мы сравним, как устроены бизнес-системы

в разных странах, то обнаружим, что этот предполагаемый универсализм вовсе не является точным представлением о ситуации.

Принципы корпоративного управления варьируются в зависимости от страны. Можно сказать, что теория агентства, которая является творением экономистов преимущественно неоклассического направления, традиционно оставила без внимания сравнительное разнообразие вариантов. Отталкиваясь от теоретического вопроса о властных отношениях между принципалами и агентами, она отвечает на него, выстраивая теорию агентства как непротиворечивую. В этом контексте возникли вопросы, связанные с собственностью и контролем, а также с взаимоотношениями между принципалами и агентами в период так называемого Нового курса в США. Были приняты законы «для предотвращения концентрации экономической власти в руках немногочисленных влиятельных финансовых институтов. Они были приняты не для формирования эффективных рынков капитала и не для решения агентских проблем компаний» (Fligstein N. and Choo J., 2005).

Более того, институты управления, сформированные в США, не наблюдаются ни в каких других развитых странах, за исключением Великобритании и других англосаксонских юрисдикций, которые начали копировать американскую модель управления в 1980-х годах (Vitols S., 2001). В других странах – в Японии, Германии, Франции, Италии, в странах Скандинавии, на Тайване, в Сингапуре, Южной Корее, Китае – были достигнуты высокие уровни промышленного развития без учреждения институтов американского типа или формирования основательных рынков капитала (Hall P. and Soskice D., 2003; La Porta R. et al., 1998). Как полагают Н. Флигштейн и Дж. Чу (Fligstein N. and Choo J., 2005), модели управления, созданные для решения проблем в области агентских издержек, имеют весьма специфическую историю происхождения.

1.3. Модели осуществления корпоративного руководства

Корпоративное управление связано с отношениями между акционерами, Советом директоров и менеджментом, как проиллюстрировано на рис. 1.1.

Однако при анализе результативности деятельности фирмы следует понимать роль и ценность стейкхолдеров, не являющихся акционерами. Определение характера этих стейкхолдеров и их значимости входит в задачи Совета. Кроме того, как советы директоров, так и менеджеры должны выстраивать отношения с финансовыми рынками, чтобы содействовать привлечению новых средств и управлению ценами на акции компании.

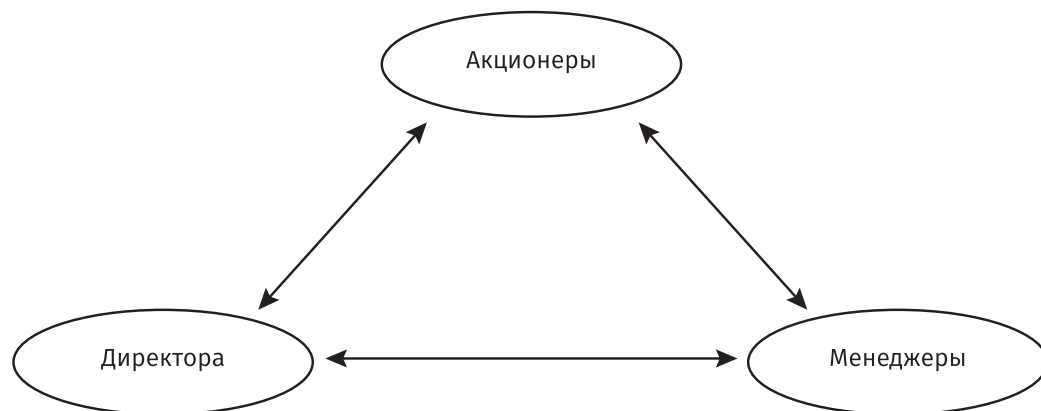


Рис. 1.1. Принципиальная модель осуществления корпоративного руководства

Акционеры и советы директоров

Как обсуждалось выше, акционеров компаний можно разделить на индивидуальных и институциональных акционеров. Относительная значимость указанных групп варьируется в зависимости от страны, при этом уровень индивидуальных акционеров является низким в Германии и Японии. В США и Великобритании доля акций, принадлежащих институтам, значительно возросла, что сказалось на осуществлении управления, поскольку исторически они были пассивными инвесторами. Несмотря на это, в данных странах любой отдельно взятый институциональный инвестор, как правило, имеет небольшую долю в компании – менее 5%. Напротив, в Германии один институт может являться держателем до 25% акций компании. Перекрестное владение акциями – взаимная долевая собственность компаний – очень распространенная практика в Европе, что снижает ликвидность на рынке акций.

Во всех странах акционеры имеют право присутствовать на ежегодных общих собраниях, при утверждении отчетности и избрании советов директоров. В Дании, Бельгии, Нидерландах и Испании, среди других стран большинство акций являются акциями на предъявителя, поэтому уведомление о ежегодных собраниях должно публиковаться как в официальном бюллетене, так и в местных и общенациональных газетах. Держатели акций на предъявителя должны депонировать свои акции в компании за 3–5 дней до собрания, чтобы иметь возможность присутствовать. Напротив,

в Великобритании все акции зарегистрированы, поэтому у компаний есть адреса для рассылки объявлений (Wenger E. and Kaserer C., 1998).

Члены Совета директоров обычно избираются на ежегодных общих собраниях. Текущий состав Совета директоров предлагает кандидатуры, поэтому мелким акционерам, как правило, сложно осуществить радикальную смену членов. Как уже отмечалось, институциональные акционеры, как правило, пассивны. Если деятельность компании неудовлетворительна, они просто продают свои акции и находят другие возможности. Кроме того, если эти институциональные инвесторы участвуют в подробных обсуждениях будущего компании с руководством, то наличие любых специальных знаний может подвергнуть их риску быть обвиненными в инсайдерском трейдинге, т. е. в использовании информации, не доступной другим акционерам. Общеизвестно, что комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) издала распоряжение о том, что фирмы не могут раскрывать больше информации институциональным инвесторам, чем они предоставляют частным инвесторам.

Кроме того, Совет директоров должен знать о составе акционеров и их ожиданиях. Различные акционеры могут иметь разные желания: одни могут быть более терпеливыми, другие ориентированы на краткосрочную перспективу. Совет директоров также может беспокоиться о стабильности акционеров. Если акции принадлежат небольшому числу акционеров, то Совет директоров может считать реестр акционеров неустойчивым, а компанию – уязвимой для поглощения.

Как показывают исследования, инвесторы позитивно оценивают эффективное управление как в развитых, так и в развивающихся странах. Инвесторы компании, у которой управление осуществляется эффективно, имеют большинство внешних директоров и проводят официальную оценку директоров. Как показывают некоторые исследования, члены советов директоров считают, что их эффективность должна оцениваться, однако степень подобной оценки значительно варьируется (Stybel L.J. and Peabody M., 2005). В Европе 70% компаний проводят ежегодную оценку эффективности советов директоров, но лишь 30% привлекают внешних консультантов для проведения такой оценки (Heidrick & Struggles, 2014a).

Менеджмент и советы директоров

В большинстве современных глобальных компаний существует разделение между собственностью (акционеры) и контролем (менеджеры), что может вызвать агентскую проблему. Эта проблема возникает, когда агенты (менеджеры) принимают решения, которые находятся в их собственных ин-

тересах, а не в интересах владельцев (акционеров). Возможно, менеджеры захотят максимизировать размер фирмы, в то время как акционеры желают получать прибыль или выручку. Акционеры могут снизить риск, инвестируя сразу в несколько компаний. Менеджеры также могут заявить, что они хотят снизить риски, обосновывая диверсификацию, но пренебрегая тем фактом, что акционеры могут осуществлять диверсификацию легче и дешевле. Другим проявлением агентской проблемы является то, как обрабатывается свободный денежный поток. Согласно предположению М. Дженсена, менеджеры часто используют этот поток для финансирования низкоэффективных приобретений вместо того, чтобы возвращать его акционерам (Jensen M., 1990).

Акционеры заинтересованы в финансовой отдаче, будь то краткосрочной или долгосрочной. Менеджеры могут быть заинтересованы в другом, например, в размере, росте и престиже компании. Среди других вопросов, чреватых потенциальными конфликтами между менеджерами и владельцами, – вознаграждение, выплачиваемое исполнительному руководству, соотношение между дивидендами и удерживаемой прибылью, приоритетность роста или прибыли.

В Великобритании и США советы директоров избираются для представления интересов акционеров, а менеджеры отчитываются перед Советом директоров. Озабоченность может возникать, когда руководители проявляют власть без ответственности, и советы директоров превращаются в самовоспроизводящиеся олигархии. Успешные компании могут проявлять высокомерие и замкнутость, а властный генеральный директор способен довести данную тенденцию до крайности.

В случае широкого распространения акций у любого отдельного акционера мало полномочий для смены менеджмента. Поэтому чрезвычайно важно, чтобы Совет директоров контролировал топ-менеджеров, гарантируя, что генеральный директор работает под его руководством. В литературе, посвященной агентской проблеме, говорится, что внешние директора осуществляют важные функции мониторинга при разрешении или смягчении конфликтов между руководством и акционерами. Право собственности менеджеров на акционерный капитал может также помочь, но угроза враждебного поглощения, пожалуй, лучше всего стимулирует менеджеров к обеспечению стабильности компании. Однако само существование этих явлений служит свидетельством отсутствия подотчетности перед акционерами.

Рынок капитала – это рынок, где компании традиционно привлекают новый капитал, а также где торгуются акции и где можно приобрести контроль над компанией. Данный рынок называют рынком корпоративного контроля,

и он может быть очень активным, хотя и цикличным. Рынок корпоративного контроля, где акции можно рассматривать как «торговые фишки», а не только как требования собственности, подразумевает, что компании подчиняются дисциплине рынка капитала, когда их результативность неудовлетворительна. Низкая результативность ведет к низким ценам акций, и это может соблазнить к заявкам на поглощение тех, кто полагают, что они станут лучшими менеджерами активов компании. Такой рынок предусматривает заемные средства с выкупом и поглощения и обеспечивается доступными заемными средствами. В Великобритании около 25% поглощений являются враждебными, первоначально отклоненными руководством компании-мишени. Враждебные поглощения менее распространены в континентальной Европе и Японии из-за межотраслевой структуры владения акциями и роли банков. Тем не менее подобное давление, похоже, растет, что отражает увеличение спроса со стороны акционеров на высокую результативность. В целом, рынок корпоративного контроля действует в качестве стимула к лучшему управлению и передает активы от малоэффективных компаний успешным фирмам.

Общая угроза поглощения может послужить стимулом для руководства повысить эффективность своей деятельности. Но как Совет директоров должен реагировать на предложения о поглощении: реагирует ли он в интересах акционеров или нет? В Великобритании захват Cadbury компанией Kraft вызвал серьезные дебаты по этому вопросу. Из-за хорошо известной истории переплаты со стороны приобретателей участники арбитражных операций быстро приобретают акции компаний-мишеней поглощения на открытых рынках, каковыми, в частности, являются Великобритания, США и Австралия. Поскольку это краткосрочные акционеры с краткосрочными интересами, можно утверждать, что их голоса не должны учитываться, когда руководство обращается к мнению акционеров, и что следует учитывать только голоса долгосрочных акционеров (Fitzroy P. et al., 2016). Это мощный аргумент в Великобритании, которая, возможно, является самым открытым рынком для поглощений в мире; рынком, где менеджмент не имеет вариантов тактики «ядовитой пилюли», доступных для защиты от враждебного поглощения, например, в США. Поскольку в Великобритании наблюдаются многочисленные случаи приобретения иностранцами крупных компаний в области электричества, водного хозяйства, транспорта и продовольствия, это, вероятно, останется важной политической проблемой.

Приобретения представляют собой значительную угрозу для действующих менеджеров, поскольку они вряд ли останутся в руководстве. Однако,

помимо рынка корпоративного контроля, существуют и другие способы минимизации разрыва между менеджерами и акционерами – например, привязка вознаграждения, выплачиваемого менеджерам, к доходу акционеров. Опционы на акции для менеджеров, как предполагалось, должны были обеспечить согласование интересов двух рассматриваемых групп, но они не всегда помогают в этом (Bruce A. et al, 2007).

Опционы для менеджеров предлагают возможность покупать акции на будущую дату по цене, близкой или равной текущей стоимости. Следовательно, в интересах менеджеров – повысить стоимость акций и цену опционов. Само по себе это не противоречит интересам акционеров, которые заинтересованы в том же, но менеджеры могут захотеть действовать обманным путем или не сообщать о новостях, которые способны снизить цену акций. Кроме того, когда цены акций падают, советы директоров иногда предлагают новые опционы с более низкими ценами реализации, что едва ли можно интерпретировать как действие в интересах акционеров.

Роль директоров и Совета директоров

Возрастающая сложность делового мира и окружающей его среды усиливает давление на директоров для обеспечения эффективности и юридической подотчетности. Внешние директора не несут линейной ответственности и не имеют персонала, но могут обращаться за независимыми консультациями к внешним специалистам, в частности, к консультантам или бухгалтерам. Председатель не может отвергнуть разумные запросы на получение подобных консультаций. Исполнительные директора теоретически должны уметь отделять свою роль в качестве менеджеров от своей роли в качестве директоров, но легко понять, почему это может оказаться трудным для них.

Х. Паркер (Parker H., 2002) предполагает, что существует немало доказательств тому, что советы, состоящие преимущественно из исполнительных директоров, будут менее эффективными и действенными и будут более склонными к совершению стратегических ошибок, которые снижают результативность компании. Причины, конечно, очевидны: при отсутствии полифонии разнообразия мнений при обсуждении стратегии, энтузиазм к активным дебатам и дискуссиям пропадает. Все предложения могут сводиться к одному решению. Предоставление права на единоличное принятие решений начальнику всех начальников вряд ли является самым благоразумным вариантом. Риск наиболее велик в Соединенных Штатах, что неудивительно, поскольку это страна, которая с таким энтузиазмом воспекает лидерство и индивидуализм (Stewart R. Clegg et al., 2017).

Сферы ответственности директоров

В большинстве стран обязанности директоров, по крайней мере, частично юридически определены в целом и включают обязанность соблюдать лояльность, т. е. директора должны действовать таким образом, чтобы продвигать интересы компании, а не в целях извлечения личной выгоды. Директора должны проявлять предусмотрительность, свойственную разумному человеку в аналогичных обстоятельствах, и получать адекватную информацию для исполнения своих обязанностей (Allen W.T., 1998). Суммируя, в их обязанности входит следующее:

- быть честными – действовать честно и добросовестно;
- проявлять разумную предусмотрительность, трудолюбие и умение;
- действовать в интересах акционеров;
- предоставлять акционерам точную и достоверную финансовую отчетность.

В Великобритании и США все директора несут равную ответственность за деятельность компании, хотя неисполнительным (внешним) директорам может быть сложно получить знания, необходимые для надлежащего мониторинга деятельности. Тем не менее некоторая степень независимости от менеджмента должна считаться необходимой для внешних директоров. Они не должны иметь значимых финансовых или личных связей с менеджментом или компанией. Внешним директором не может являться профессиональный консультант или основной поставщик компании, а также сотрудник, работавший на руководящей должности в компании в недавнем прошлом. Однако на практике эти принципы зачастую игнорируются, и состав советов директоров не столь разнообразен, как было бы желательно.

Директора должны осуществлять общее руководство, а не участвовать в решении повседневных проблем, что является сферой ответственности менеджмента. Директора подотчетны акционерам, а это означает, что они должны следить за тем, чтобы менеджеры делали то, что они должны, поскольку именно они в конечном счете несут основную ответственность за результативность деятельности компании. Директора не могут избежать этой ответственности, даже если они этого хотят. Например, учитывая турбулентность, разумные директора должны настаивать на том, чтобы у менеджеров была система управления кризисом, поскольку интересы акционеров могут непоправимо пострадать из-за неумелого поведения в кризисной ситуации. Такая система должна внедряться и соблюдаться. Например, у компании «Бритиш Петролиум» (BP) был хорошо осведомленный Совет директоров

с комитетом по безопасности, этике и соблюдению природоохранных требований. После череды крупных аварий, но до разлива нефти в Персидском заливе независимый отчет, выпущенный компанией ВР, показал, что компания не обеспечила эффективное руководство безопасностью процессов и что Совет директоров несет ответственность за то, что менеджеры не следили за эффективностью методов обеспечения безопасности (Colvin G., 2010). В связи с юридическими требованиями и санкциями директорам могут предъявляться иски со стороны акционеров, если акционеры сочтут, что директором (директорами) не выполняются соответствующие юридические обязанности. Они могут нести личную ответственность как за собственные действия, так и за действия Совета директоров. Штрафы варьируются в зависимости от страны и могут достигать серьезных размеров. Директора также несут ответственность за решения подкомитетов Совета директоров, в частности, по финансам или вознаграждению. По мере повышения стандартов, предъявляемых к директорам, растут риски для лиц, занимающих эти должности.

Состав Совета директоров

Важной характеристикой Совета директоров является доля директоров, не обладающих исполнительными полномочиями, т. е. независимых директоров. Исполнительные директора – это лица, которые в настоящее время работают в компании в качестве руководителей. Главный исполнительный директор обычно входит в состав Совета директоров, как и главный финансовый директор и/или главный директор по технологиям. Считается, что исполнительные директора должны привнести значительный опыт в работу Совета директоров; вопрос заключается в их независимости, особенно от главного исполнительного директора. Преимущество присутствия исполнительных директоров в составе Совета директоров, наряду с главным исполнительным директором, заключается в наличии дополнительного источника информации для руководителей, доступной благодаря заседаниям Совета директоров для внешних директоров и председателя. Ожидается, что исполнительные директора осведомлены о своей двойной роли, т. е. о роли в качестве директора компании, включая важные юридические обязанности, а также роль в качестве руководителя (Kiel G.C. and Nicholson G., 2003). Существуют обоснованные аргументы агентской теории и теории управления в пользу включения более чем одного руководителя в Совет директоров, особенно когда речь идет о более молодых предпринимательских организациях, где дальновидные, преданные делу, хорошо обученные и опытные руководители могут быть ценным и эко-

номически эффективным источником экспертных знаний и опыта для Совета директоров (Kroll M. et al., 2007).

Независимые директора – это аутсайдеры, которые должны быть независимы от менеджмента, и позже мы рассмотрим, что это означает. По-прежнему ведется широкая дискуссия относительно истинной степени независимости таких директоров. Они могут быть главными исполнительными директорами других фирм и, таким образом, являются частью сети директоров. Кроме того, они зависят от управления информацией, и эта информационная асимметрия может затруднить их работу (Thomas R. et al., 2009).

Независимые директора должны привносить разнообразие и опыт в Совет директоров, делясь новым видением бизнеса и независимой оценкой эффективности менеджмента. В США многие неисполнительные директора нередко являются председателями советов директоров и главными исполнительными директорами других фирм. Так, например, Совет директоров компании P&G состоит из 12 членов, причем его председателем является главный исполнительный директор. Из 11 неисполнительных директоров 8 являются текущими или бывшими главными исполнительными директорами других фирм и, следовательно, не могут быть по-настоящему независимыми. Наблюдается панатлантическая тенденция увеличения доли неисполнительных директоров, по сравнению с исполнительными директорами, хотя степень их независимости варьируется и определяется национальным законодательством.

Как упоминалось ранее, трудно найти квалифицированных и действительно независимых внешних директоров. Например, может возникнуть конфликт, если в состав Совета директоров входит банкир или юрист. Многие компании не разрешают своим руководителям старшего звена входить в состав советов директоров других компаний отчасти из-за растущих требований, предъявляемых к директорам. Для дальнейшего согласования интересов директоров и акционеров было высказано предположение о том, что директора должны иметь минимальное количество акций в компании (Hambrick D.C. and Jackson E.M., 2000), но если эти рекомендуемые инвестиции являются крупными, то это, вероятно, еще сильнее ограничит пул потенциальных внешних директоров.

Независимые директора не являются сотрудниками, подотчетными главным исполнительным директорам, и, как ожидается, они должны привносить объективность и независимость в обсуждения, которые ведутся Советом директоров. Кроме того, некоторые подкомитеты Совета директоров долж-

ны состоять из неисполнительных директоров. Однако в качестве внешних лиц неисполнительные директора не могут обладать такими же широкими властными полномочиями, как исполнительные руководители. Их задача, во-первых, обеспечить, чтобы Совет директоров фокусировался на соблюдении компанией стандартов, установленных для компании, и ее соответствующих показателях; во-вторых, следует ли принимать рекомендации менеджеров, и если нет, то какая дополнительная информация необходима; в-третьих, действует ли политика, и соблюдается ли она, например, в отношении этики и соблюдения законов.

В Кодексе корпоративного управления Великобритании содержится рекомендация о том, чтобы по меньшей мере половина советов директоров более крупных компаний состояла из независимых директоров (Financial Reporting Council, 2014). Кодекс также рекомендует назначить одного независимого директора в качестве старшего независимого директора, который бы встречался с другими независимыми директорами для оценки работы председателя. Далее в кодексе перечисляются условия, которые помогают определить независимость. Если директор не соответствует им, то Совету директоров надлежит разъяснить, почему члены Совета директоров считают, что данный индивид, тем не менее, квалифицируется как независимый. Условия дисквалификации включают следующее:

- данное лицо являлось сотрудником компании в период времени, охватываемый последними пятью годами;
- у данного лица имеются материальные деловые отношения с компанией прямо или косвенно, посредством владения акциями, через партнера, директора или сотрудника другой компании;
- данное лицо получает дополнительное вознаграждение от компании, включая опционы на акции и пенсионные права;
- данное лицо имеет семейные связи с консультантами, директорами или сотрудниками старшего звена фирмы;
- данное лицо имеет перекрестные полномочия или значительные связи с другими директорами через компании или другие структуры;
- данное лицо представляет интересы значимого акционера;
- являлся членом Совета директоров более девяти лет.

На Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) действуют аналогичные правила независимости. Ни индивид, ни член семьи не должен являться сотрудником, работавшим в компании в течение последних пяти лет. Кроме того, он не вправе иметь никаких материальных отношений с компанией, включая

коммерческие, банковские, консалтинговые, юридические, бухгалтерские, семейные или благотворительные отношения за последние пять лет. На бирже также действует правило, согласно которому комитеты по аудиту, назначениям, управлению и вознаграждению должны быть полностью независимыми, а независимые директора должны регулярно встречаться без присутствия исполнительных руководителей (Williams P., 2002).

Исполнительный директор – это директор, который также является полноправным исполнительным руководителем компании, работником по контракту. Исполнительный руководитель компании, который также является директором компании, назначенным акционерами, несет ответственность по закону об акционерных обществах в интересах акционеров. Если в Совете директоров слишком много исполнительных директоров, это увеличивает разрыв между Советом директоров и акционерами.

Деятельность Совета директоров

По мере того, как контроль советов и критика в их адрес увеличились, повысилась рабочая нагрузка директоров. Как показало международное исследование в области управления, среднестатистический директор тратит 230 часов в год на вопросы, связанные с работой Совета директоров, по сравнению с 155 часами в 2004 году. Членство в одном или нескольких подкомитетах Совета директоров существенно увеличивает рабочую нагрузку (Heidrick & Struggles, 2014a).

Процессы, связанные с работой Совета директоров

Разнообразные исследования подтверждают идею о том, что процессы оказывают важное влияние на эффективность работы Совета директоров (Van Veen K. and Marsman I., 2008). Культура заседаний Совета директоров часто не способствует возникновению серьезных возражений против стратегии компании. В данном случае роль председателя имеет решающее значение, поскольку внешние директора должны обладать возможностями и независимостью, чтобы контролировать работу компании и менять топ-менеджмент, когда результаты не соответствуют ожиданиям. Несомненно, существует проблема информационной асимметрии между менеджментом и советами директоров, а повышенная турбулентность внешней среды лишь усиливает важность решения этой проблемы.

Неисполнительные директора должны последовательно соблюдать границу между осуществлением руководства и фактическим управлением компанией и при этом исполнять свои обязанности от лица акционеров. К сожалению, культура и стиль работы советов директоров часто мешают

свободному обмену идеями. Время заседаний ограничено, повестка дня слишком структурирована, и в ходе работы преобладают доклады исполнительных руководителей. Слишком многие советы директоров относятся к менеджменту почтительно, занимают реагирующую позицию и ориентированы на соблюдение формальных требований. Чтобы быть эффективными, советы директоров должны проявлять инициативу, действуя совместно, чтобы повысить ценность. Для повышения эффективности некоторые советы предоставляют консультации и советы менеджерам, которые могут приветствовать независимые взгляды внешних директоров. Другие реже проводят заседания, но их встречи гораздо более длительны (Grade D., 1999).

Председатель Совета директоров и главный исполнительный директор должны соблюдать деликатный баланс. Председатель Совета директоров должен убедиться, что совет:

- вовлечен в процессы управления компанией, но не занимается «микрорегулированием»;
- требователен к менеджменту, но в то же время оказывает ему поддержку;
- проявляет терпение, но не самоуспокоенность.

Между тем, главные исполнительные директора должны уметь (Charan R., 1998):

- делиться информацией, не чувствуя уязвимости;
- обращаться за советами, не демонстрируя слабости;
- просить содействия, не отказываясь от контроля.

На практике советы директоров выполняют различные задачи, как показано на рис. 1.2.

Внешняя среда

Ведутся широкие дискуссии о степени и характере участия советов директоров в разработке и реализации стратегии. Одна школа, придерживающаяся процедурного подхода, предполагает, что роль советов директоров должна заключаться в том, чтобы официально рассматривать и утверждать стратегические предложения для руководства. Альтернативная школа утверждает, что советы директоров должны активно участвовать в разработке и осуществлении стратегии посредством прямого взаимодействия лицом к лицу (Hendry K.P., 2010).

Представляется, что стратегия должна разрабатываться в партнерстве с Советом директоров, который в конечном счете несет ответственность за эффективность работы компании по созданию ценности для акционеров. Совет директоров должен заботиться о завтрашнем дне, занимаясь стратегическим

Внешняя среда	Подотчетность Отчетность перед акционерами Обеспечение соблюдения нормативных требований	Стратегическое мышление Определение направления деятельности на корпоративном уровне Пересмотр стратегии
Внутренняя среда	Осуществление надзора Обзор результатов коммерческой деятельности Обзор деятельности исполнительного руководства	Корпоративная политика Обзор деятельности руководителей высшего звена Утверждение бюджетов капиталовложений
	Краткосрочная перспектива	Долгосрочная перспектива

Рис. 1.2. Задачи, стоящие перед Советом директоров
 Источник: по материалам работы (Hilmer F.G., 1998)

мышлением, ведущим к формированию общего видения, разделяемого как директорами, так и высшим руководством. На наш взгляд, топ-менеджмент несет решающую ответственность за генерирование инициатив, проведение анализа и интерпретацию результатов. Советы директоров должны определять, как внести вклад в стратегию, не посягая на эту легитимную сферу ответственности руководства. Это влечет за собой несколько последствий. Во-первых, Совет директоров должен определить, что подразумевается под результативностью – акционерная стоимость, прибыль, наличность, цена акций, краткосрочные или долгосрочные результаты. Во-вторых, советы директоров должны гарантировать наличие процесса формирования разумных стратегий, одновременно контролируя текущие стратегии для обеспечения эффективных результатов.

Для пересмотра стратегии необходимо, чтобы советы директоров имели значительную информацию, включая, в том числе, следующее:

- какие ожидаются изменения во внешней среде? Где могут быть разрывы? Каковы вероятные изменения на рынках, в технологиях и валютах;
- в чем заключаются сильные и слабые стороны текущей стратегии? Обеспечивает ли она достижение целей? Как должна измениться сфера деятельности фирмы? Есть ли у нас возможности, необходимые для осуществления конкуренции в будущем;
- какие изменения ожидаются в конкурентной стратегии традиционных и новых конкурентов;
- какова наша текущая бизнес-модель – как мы зарабатываем деньги? Какие ожидаются показатели роста, риска и рентабельности? Достаточно ли финансирования;

- какие показатели для измерения результативности должны применяться компанией? Общий доход акционеров или денежный поток? Какой период времени и какие компании следует использовать для целей сопоставления?

Выполнение такой функции накладывает значительную ответственность на советы директоров, члены которых должны обладать знаниями и информацией, чтобы удовлетворительно справляться с этой задачей. Советам директоров нужен опыт в постановке вопросов перед менеджерами и интерпретации их ответов. Это указывает на возможную проблему с исполнительными директорами: их личное участие может сделать их менее объективными при оценке результативности. В своей роли в Совете директоров они должны вести себя как директора, но не исполнительные, что является источником конфликта ролей.

Согласно подотчетности, директора должны следить за тем, чтобы у компаний имелись соответствующие структуры для обеспечения соблюдения нормативных требований, устанавливаемых фондовыми биржами и регулирующими органами. Совет директоров отвечает за отчетность перед акционерами и за подготовку годового отчета. Кроме того, Совет директоров должен знать об ожиданиях акционеров и о том, как они разнятся. Некоторые акционеры предпочитают постоянные потоки дивидендов; другие могут предпочесть инвестировать в рост. Исторически сложилось так, что отношение к крупным институциональным инвесторам часто было другим, что обескураживало мелких акционеров. В настоящее время Совет директоров должен обеспечивать равное отношение к акционерам.

Конфликт также может возникнуть при рассмотрении предложений о поглощении. Пытается ли Совет директоров отказаться от поглощений, которые отвечают интересам акционеров, а не его личным интересам или интересам менеджмента? Ожидается, что менеджеры воплотят стратегическое видение в операционную реальность, но директора представляют интересы акционеров и должны оценивать стратегию исходя из того, как рентабельность соотносится с доходами от других инвестиционных возможностей.

Внутренняя среда

Самая важная внутренняя роль Совета директоров заключается в обеспечении того, чтобы у компании были высококвалифицированные главный исполнительный директор и команда топ-менеджеров. Планирование преемственности главных исполнительных директоров – важная задача Совета директоров, поскольку неспособность найти нового главного исполнительного

директора может привести к кризису морального духа и к панике среди инвесторов. Поэтому советы директоров должны понимать, в чем заключается твердая стратегия и что она подразумевает с точки зрения навыков новых главных исполнительных директоров. Помимо выбора, оценки и при необходимости замены главного исполнительного директора, Совет директоров должен принимать активное участие в разработке компенсационного пакета для главного исполнительного директора и руководителей высшего звена, а эта область вызывает значительную общественную озабоченность. В ответ на опасения относительно того, что главным исполнительным директорам переплачивают, в сентябре 2013 года в Великобритании была принята схема отчетности о вознаграждениях, выплачиваемых директорам, которая действует в отношении британских компаний, зарегистрированных на бирже. Эта схема требует ежегодного, обязательного голосования акционеров по корпоративной политике вознаграждений, охватывающей все аспекты выплаты вознаграждений директорам. Кроме того, ежегодные общие собрания включают в себя необязательное голосование акционеров по реализации этой политики, с раскрытием информации о фактической оплате, полученной всеми директорами (Squire Paton Voggs, 2015).

В рамках своей роли в отношении соответствия Совет директоров должен следить за принятыми стратегиями и сообщать акционерам об их контроле. Таким образом, советы директоров отвечают за установление рамок для управления хозяйствующим субъектом, включая системы внутреннего контроля, управление рисками и этические стандарты. В Великобритании в отношении компании Tesco было проведено расследование из-за публикации, вводящей в заблуждение по финансовой отчетности, что свидетельствует о недостаточном надзоре со стороны Совета директоров (Walker I. and Paris C., 2014).

Члены Совета директоров должны понимать профиль рисков компании и обеспечивать наличие процессов управления рисками. Риск может быть связан с финансовыми потерями, мошенничеством или каким-то другим кризисом, например, крахом валюты. Управление рисками включает в себя анализ инвестиционных проектов и утверждение бюджетов капиталовложений, но должно иметь более широкую сферу действия. Это означает понимание того, где компании подвергаются рискам, и степень такой подверженности. Данная область управления стала более важной в связи с ростом ряда финансовых инструментов, включая производные финансовые инструменты и турбулентностью на финансовых рынках.

Проблематика работы советов директоров

1. Обрядовость: если советы директоров, наделенные полномочиями, не участвуют в оперативных вопросах и собираются редко, то их заседания будут обычными ритуалами под руководством генеральных директоров. Генеральные директора контролируют доступ к важной текущей информации, обладают пониманием внутренней среды и имеют обширную поддержку персонала, поэтому они могут контролировать повестку дня правления, что, как правило, и делают. Хотя правление и обладает законными полномочиями, реальные полномочия находятся в руках генеральных директоров, поскольку они могут определять повестку дня. В отличие от них, члены правления не будут обладать достаточной релевантной информацией.

2. Концентрация полномочий: если генеральный директор является одновременно председателем правления, то это фактическая гарантия того, что правление будет неэффективным. Как считает Х. Паркер (Parker H., 2002), принимая во внимание трудности, связанные с определением повестки дня, правление может быть настолько независимым и эффективным, насколько этого хочет его председатель и насколько он способен это организовать. Именно по этой причине эксперты рекомендуют назначить независимого председателя Совета директоров, который мог бы противостоять генеральному директору при различиях во мнениях.

Важно понимать, что в организациях, где председателем правления является генеральный директор, правление будет знать только то, что хочет им раскрыть председатель, т. е. будут получать информацию, отфильтрованную руководством и вспомогательным персоналом. Зачастую внешние члены правления узнают о серьезных проблемах только тогда, когда ситуация выходит из-под контроля: на данном этапе часто бывает слишком поздно их решать, кроме как путем увольнения существующего генерального директора и поиска нового претендента, который наведет порядок.

3. Обучение: членство в Совете директоров требует обучения. В большинстве стран имеется Институт директоров, который предлагает программы подготовки членов Совета директоров. Важно, чтобы независимые директора обладали надлежащим профессионализмом для выполнения работы, за которую они несут ответственность. Еще лучше, чтобы у них был некоторый опыт в данной должности. И желательно, чтобы они не были номинированы и отобраны только потому, что являются членом семьи генерального директора.

4. Размер правления: Х. Паркер считает, что совет из семи или восьми членов будет более эффективным, чем большее по численности правление.

Проведенное в США исследование установило, что компании с меньшими по размеру правлениями лучше воздействовали на своего руководителя, могли с большей вероятностью уволить неэффективного генерального директора, добивались большей доли рынка и превосходных финансовых показателей (Davis G.F. and Useem M., 2002). Возможно, именно поэтому директора компаний предпочитают иметь большой Совет директоров, поскольку он менее сплоченный и менее эффективный в осуществлении контроля работы генерального директора. Чем больше по размеру Совет директоров, тем меньше шансов на то, что он будет эффективно отслеживать и контролировать деятельность генерального директора, и более вероятно, чтобы во время конфликта он разделится на группы.

Распространение и признание современной модели управления корпорации обусловлено четырьмя характеристиками: 1) ограниченная ответственность инвесторов; 2) возможность свободной передачи доли инвестора; 3) юридическое лицо; 4) централизованное управление.

Ограниченная ответственность

Ограниченная ответственность предполагает разделение между корпорацией, ее владельцами и сотрудниками. Такое разделение гарантирует: то, что находится в собственности корпорации, не является собственностью лиц, нанятых корпорацией. А также любые долги корпорации не распространяются на лиц, нанятых компанией. Таким образом, если корпорация становится банкротом и кредиторы преследуют ее для взыскания долгов, отдельные члены корпорации не несут за это никакой личной ответственности. Корпоративная форма дает инвесторам уверенность, что размеры их убытков никогда не будут превышать сумму капитала, вложенного ими в компанию. Однако ограниченная ответственность сопровождается ограниченными полномочиями влиять на направление деятельности корпорации. Именно низкий уровень риска для акционеров, обусловленный ограниченной ответственностью, делает низкий уровень контроля приемлемым для них.

Передаваемость

Передаваемость, или возможность свободно передавать свои активы, обеспечивает акционеру приемлемый уровень риска. Акционер, обеспокоенный тем, что его акции могут обесцениться, может почти моментально продать их. Однако это предполагает получение своевременной информации, которая предотвратит дальнейшие убытки акционера. Часто к тому времени, когда эта информация распространяется среди отдельных акционеров, их активы могут уже существенно упасть в цене. Передаваемость, или возможность передачи, —

функция ограниченных полномочий. Акционеры соглашаются подвергнуть риску свой капитал. У них мало полномочий для контроля корпорации, но есть уверенность в том, что, продавая свои инвестиции, когда захотят, они могут иметь некоторый контроль своих рисков.

Юридическое лицо

В то время как партнерство прекращает свое существование со смертью партнеров, корпорация живет до тех пор, пока у нее есть капитал. Статус юридического лица гарантирует, что действия, которые могут привести к негативным санкциям для физического лица, не имеют таких последствий, когда физическое лицо совершает их в составе корпорации. Поскольку корпорации определяются как юридические лица, они могут владеть собственностью, включая авторские права.

Централизованное управление

Совет директоров определяет постановку целей и задач компании и, следовательно, ее стратегию; руководители корпорации контролируют его повседневные операционные вопросы. Чтобы Совет директоров целенаправленно вел компанию в будущее, он должен знать, какие возможности существуют на рынке, и как лучше всего их использовать. Кэдбери (Cadbury) утверждает, что Совету директоров недостаточно просто определять цели и задачи, не рассматривая при этом способы их достижения. Таким образом, хотя Совет директоров отвечает за разработку стратегии, он должен принимать эти решения, консультируясь с руководством, перед которым стоит непосредственная задача достижения результатов. По мере того, как корпорации росли в размерах и становились более зрелыми, их собственность становилась все более рассредоточенной, а рынки развивались, обеспечивая гораздо большую ликвидность. В то же время ожидается, что директора, действуя от имени акционеров, будут проявлять такое же чувство долга и заботы, как и в своих собственных делах (Cadbury F., 2002).

1.4. Цель корпораций

Цель корпорации далеко не однозначна. Существует множество различных точек зрения по этому поводу, основанных на идеологии и догмах. Растущая забота корпораций о потребностях стейкхолдеров и общества привела к поляризации этих взглядов. Чтобы понять *корпоративное управление, корпоративную социальную ответственность и бизнес-этику*, необходимо ответить на основополагающий вопрос: почему существуют предприятия?

Прежде чем мы это сделаем, давайте определим, что мы подразумеваем под корпорацией. **Роберт Монкс** и **Нелл Миноу** (Robert Monks & Nell Minow) утверждают, что определения термина «корпорация» неизменно отражают точки зрения и предубеждения тех, кто эти определения пишет. Они заявляют, что «корпорация – это механизм, созданный для того, чтобы позволить различным сторонам вкладывать капитал, опыт и труд в целях извлечения максимальной выгоды для всех» (Monks R. & Minow N., 2011).

Они высказывают мнение, что понятие корпорации должно быть связано с широким кругом участников, включая директоров, менеджеров, сотрудников, акционеров, клиентов и поставщиков, а также общество и правительство, и что каждый из этих участников имеет возможность влиять на направление деятельности и акцент внимания корпорации. Общепринято считать, что *корпорация* – это организация, принадлежащая своим акционерам, но управляемая агентами от их имени.

Баукол (Baukol) утверждает, что корпорации существуют потому, что, в отличие от других институтов, таких как правительство, именно корпорация обеспечивает экономическую стабильность. Корпорация уникальна тем, что она позволяет одним людям практиковать свои навыки в условиях группы, где создаются рабочие места и ценность, за которую другие готовы платить. Корпорация создает богатство для общества и для своих членов. **Мэри О’Салливан** (O’Sullivan M., 2003) утверждает, что для понимания корпоративного управления нужно в первую очередь определить, каковы цели корпорации, или чем компания должна заниматься в бизнесе. Как только эти цели будут установлены, обсуждения корпоративного управления сосредотачиваются на механизмах, обеспечивающих достижение целей. Если компания хочет максимизировать ценность для акционеров, соответствующими механизмами управления будут те, которые влияют на отношения между акционерами и корпоративными руководителями.

Элейн Штернберг (Sternberg E., 2000) также утверждает, что сначала необходимо понять, что такое бизнес (и чем он не является), отделив его от других форм деятельности. Штернберг утверждает, что определяющей целью бизнес-предприятия (корпорации) является «максимальное увеличение в долгосрочной перспективе ценности для собственника путем продажи товаров и услуг». Мало кто поспорит с утверждением Баукола (Baukol R., 2002) относительно того, что корпорация является основным институтом создания богатства. Вокруг роли и обязанностей корпораций много споров. Как заметил Брандейс (Brandeis), корпорация вовсе не обязательно будет преследовать интересы общества, частью которого она является.

Проблема «принципала–агента». Если рассматривать корпорации, предполагается, что эти организации занимаются коммерческой деятельностью, чтобы создавать ценность, и что прибыль, которую они производят, должна распределяться между владельцами бизнес-предприятия, акционерами. Существует предположение, что целью корпораций является максимизация прибыли. Это стандартная неоклассическая экономическая теория. В 1930-е годы **Берле** и **Минс** (Berle A.A. & Means G.C., 1932) поставили под сомнение теории максимизации прибыли. Они не предлагали отказаться от максимизации прибыли, а скорее задавались вопросом, так ли все происходит на самом деле.

Их беспокоила **проблема «принципала–агента»**. Эта проблема относится к отделению функции собственности от функции контроля внутри корпораций. Владельцы выступают как принципалы, но управление организацией осуществляется наемными руководителями, которые действуют как агенты. Существует тенденция к *асимметричности информации*, когда руководители управляют компаниями, принадлежащими многочисленным разрозненным акционерам. Эта *асимметричность информации* между принципалом (владельцами) и агентом (руководителями) возникает, когда руководители имеют доступ к корпоративной информации, которой нет у владельцев. Кроме того, предположение о максимизации прибыли оспаривается психологами-бихевиористами, утверждающими, что организации состоят из переменчивых коалиций, а их поведение зависит от интересов и убеждений участников доминирующей коалиции (доминирующих коалиций) (Cyert R.M. & March J.G., 1963).

Очевидно, цель корпораций далеко не однозначна. Многие споры здесь уходят корнями в идеологию. С учетом этого мы можем оценить две основные концепции: с точки зрения акционеров и с точки зрения стейкхолдеров.

Заключается ли цель корпораций в максимизировании ценности для акционеров?

Лауреат Нобелевской премии по экономике **Милтон Фридман** (Friedman M., 1962) утверждал, что «существует одна и только одна социальная ответственность бизнеса – использовать свои ресурсы и заниматься деятельностью, направленной на увеличение своей прибыли до тех пор, пока он остается в рамках правил игры, то есть участвует в открытой и свободной конкуренции без обмана или мошенничества».

Аргумент Фридмана (Friedman M., 1970) заключается в том, что руководители корпораций являются агентами, и, следовательно, их участие в формах корпоративной социальной ответственности сводится к использова-

нию своего положения для расходования чужих денег на общие социальные интересы. Результатом такой деятельности является обложение собственников финансовым бременем, гарантируя, что они получают более низкую прибыль от своих инвестиций, чем получили бы в другом случае. Если в результате таких действий руководителей корпораций цены для потребителей повышаются, то бремя ложится на потребителей. Аналогичным образом, если в результате этих действий снижаются выплаты, получаемые некоторыми работниками, то фактически бремя ложится на них. Действительно, Штернберг (Sternberg E., 2000) утверждал, что в случае корпораций и организаций, принадлежащих акционерам, использование ресурсов организации руководителями для каких-либо целей, кроме коммерческих, равносильно воровству. Тот факт, что руководители могут быть вовлечены в достижение социально ответственных целей, не смягчает оценки их действий, и все равно получается, что они «рассеивают» богатство акционеров.

Фридман обеспокоен тем, что размывание границ ответственности руководителей корпораций в результате вторжений в социальные обязанности может привести к разрушению свободного предпринимательства. Это обусловлено тем, что, если руководители вовлечены в решения, относящиеся к сфере политической арены, то такие руководители становятся государственными служащими и чиновниками, хотя при этом они остаются работниками частного предприятия. А государственные служащие должны избираться в результате политической процедуры, а не назначаться акционерами. Фридман (Friedman) допускает, что действия, которые он называет «социальной ответственностью», могут отвечать собственным интересам корпорации и, следовательно, в некоторой ограниченной степени могут быть оправданы.

Американская бизнес-модель (АБМ), или Вашингтонский консенсус

Контекстом для идей Фридмана (Friedman) выступает Американская бизнес-модель (АБМ), часто называемая Вашингтонским консенсусом. На протяжении последних четырех десятилетий это была доминирующая экономическая и политическая философия. АБМ основана на четырех утверждениях (Sternberg E., 2000):

- 1) личная выгода: это корыстный материализм личностей, управляющих жизнями корпораций;
- 2) рыночный фундаментализм: рынкам должно быть разрешено проводить свои операции свободно, без какого-либо политического вмешательства. Это основано на убеждении, что регулирование рынков неизменно неэффективно;

3) минимальная роль государства: экономическая роль правительства должна быть в значительной степени ограничена обеспечением соблюдения контрактов и прав частной собственности. Она не должна распространяться на предоставление товаров и услуг или владение производственными активами;

4) низкое налогообложение: использование налогообложения заключается в финансировании деятельности в рамках минимальной роли государства. Как следствие, налогообложение должно быть как можно ниже. Система налогов не должна использоваться для перераспределения доходов и богатства внутри общества.

Вера в свободный рынок основывается на работах итальянского экономиста **Вильфредо Парето** (Vilfredo Pareto). Он разработал то, что мы называем «Парето-оптимальным состоянием». Парето-оптимальное состояние описывается как экономическая ситуация, в которой нельзя улучшить положение одного человека, не ухудшив положения другого. Де-факто предположение АБМ заключается в том, что рынки пребывают в Парето-оптимальном состоянии. Следовательно, если бы правительство вмешалось в распределение ресурсов, это просто привело бы к неоптимальному, по Парето, состоянию: т. е. ухудшило бы ситуацию. Действительно, единственной причиной для вмешательства государства в распределение ресурсов могло бы быть достижение *Парето-улучшений*. Парето-улучшение описывается как экономическая ситуация, в которой можно улучшить положение кого-то, но не ухудшить при этом положение других. Само собой разумеется, что сторонники АБМ не видят в этом роли правительства.

Джон Кей (Kay J., 2004) предлагает резкую критику АБМ. Кей утверждает, что предоставление максимальной свободы в рамках правил обречено на провал и наверняка потерпит неудачу. Это связано с тем, что игра в рамках «правил игры» не столько исключает неприемлемое поведение, сколько определяет границы дозволенного. В конечном счете целостность организации не обусловлена структурой ее управления; она отражает ценности тех, кто в организации работает. Таким образом, центральный принцип АБМ, согласно которому бизнес-деятельность может быть успешно организована вокруг отдельных эгоистичных личностей, ограниченных навязанными извне правилами, неуместен. Кей (Kay J., 2010) утверждает, что описание рыночной экономики, предлагаемое АБМ, – это неточное описание даже того, как функционирует экономика США. Права собственности в ней, например, не фиксированы, а являются частью социальных конструкций. Более того, рынки функционируют в социальном контексте, который неотделим от на-

шей экономической жизни, он является ее неотъемлемой частью. Основная сила рыночных экономик заключается в том, что они предоставляют свободу экспериментировать и возможность имитировать успешные инновации. В то же время рыночная экономика быстро пресекает неудачные эксперименты. В плановой экономике это не так; инновации могут протекать медленно, и им позволяют продолжаться, даже когда они терпят неудачу.

Анита Роддик (Roddick A., 2000), основательница «Боди Шоп» (Body Shop), открыто выступала за преследование социальных целей как за законную бизнес-практику. Учитывая ценности ее основательницы, явно пронизывающие всю организацию, было несколько удивительно, что «Боди Шоп» приобрели французы, транснациональная компания «Лореаль» (L'Oréal). В 2017 году «Боди Шоп» была продана бразильской косметической компании «Натура Косметикос» (Natura Cosméticos) за 1 миллиард евро (880 миллионов фунтов стерлингов). Бывший председатель «Кэдбери Швепс» (Cadbury Schweppes) сэр Адриан Кэдбери (Adrian Cadbury) утверждает: сам факт, что такие компании, как «Боди Шоп», преследуют более широкие цели, свидетельствует о том, что не все акционеры заинтересованы в максимизации прибыли (Cadbury A., 2002). Проблема, которую поднимает Кэдбери, заключается не в том, преследует ли организация социальные цели как таковые, а в том, насколько это прозрачно. *Прозрачность* позволяет акционерам принимать обоснованные решения относительно того, стоит ли инвестировать в эти компании.

Джек Уэлч (Jack Welch), бывший генеральный директор «Дженерал Электрик» (GE), считал, что руководители и инвесторы не должны ставить своей главной целью повышение цен на акции. Уэлч утверждает, что любая краткосрочная прибыль должна быть связана с увеличением долгосрочной ценности компании. По его словам, «На первый взгляд, ценность для акционеров – самая глупая идея в мире». Далее он добавил: «Идея о том, что ценность для акционеров может представлять собой стратегию, безумна. Это продукт ваших совместных усилий – от руководства до сотрудников» (Guerrera F., 2009). Согласно Уэлчу, ценность для акционеров – это результат, а не стратегия, которой необходимо следовать. По иронии судьбы обычно считается, что движение в поддержку ценности для акционеров восходит к речи, произнесенной Уэлчем в нью-йоркском отеле «Пиерр» (Pierre) в 1981 году, вскоре после того, как он стал генеральным директором «Дженерал Электрик».

Проблема агентств

Концепция «принципала–агента» занимала умы экономистов еще со времен шотландского экономиста **Адама Смита** (Adam Smith). В XVIII веке

Смит задокументировал то, что сейчас известно как **«агентская проблема»**. Эта проблема возникает из-за разделения между собственностью на владение организацией и управлением ей. Она характерна для отношений между поставщиками капитала, так называемыми принципалами, и теми, кто использует этот капитал, так называемыми агентами. Смита беспокоило то, что любой конкретный человек просто не будет следить за деньгами другого человека так, как он следил бы за своими собственными средствами. Поскольку директора компаний распоряжаются чужими деньгами, Смит утверждает: нельзя ожидать, что «они будут следить за ними с той же тревожной бдительностью, с которой партнеры в частном совладении часто следят за своими собственными средствами...», следовательно, в управлении делами такой компании всегда должны преобладать небрежность и расточительность» (Cadbury A., 2002).

Дженсен и Меклинг (Jensen M.K. & Meckling W.H., 1976) утверждают, что агентские отношения существуют, когда одна сторона, принципал, заключает контракт с другой стороной, агентом, для выполнения действий от своего (принципала) имени. Однако эти агентские отношения могут привести к ряду агентских проблем. Это происходит потому, что ни один контракт, как бы точно он ни был составлен, вероятно, не может учесть все мыслимые действия, в которые агент может быть вовлечен. Возникает вопрос: как обеспечить, чтобы агент всегда действовал в интересах принципала? Распространение современных корпораций привело к разделению владельцев корпораций и тех, кто от их имени этими корпорациями управляет. Когда эти интересы расходятся, возникают *агентские издержки*. Таким образом, агентские издержки – это расходы, связанные с наблюдением за деятельностью агентов, чтобы предотвратить их действия в своих собственных интересах.

Усиливается давление на институциональных акционеров, заставляющее их играть более активную роль в тех корпорациях, в которые они инвестируют. Оно вызвано корпоративными скандалами, выявившими недостаточную эффективность неисполнительных директоров, а также тенденцией, широко освещаемой в средствах массовой информации, к вознаграждению советов директоров за плохую работу. Это вызвало призыв к большей прозрачности и раскрытию информации в попытке воссоздать баланс в информационной асимметрии между принципалом и агентом и предоставлять инвесторам более своевременную информацию о деятельности их компании. Проблема агентов остается важной с точки зрения управления, поскольку она влияет на структуру и состав советов директоров. Она также влияет на требования по

раскрытию информации и на баланс сил между акционерами и директорами (Cadbury A., 2002).

Берл и Минс (Berle & Means) утверждают, что отделение собственности от управления привело к тому, что акционеры не могут осуществлять какой-либо эффективный контроль над советами директоров. Однако Кэдбери (Cadbury) утверждает, что проблемы ответственности и подотчетности возникли не просто потому, что право собственности было отделено от управления, а в большей степени из-за того, что право собственности все больше рассеивалось. Как он утверждает, «именно фрагментация собственности нейтрализовала власть акционеров» (Cadbury A., 2002). Такое рассеивание собственности – палка о двух концах. Тот факт, что многие холдинги достаточно малы, означает, что акционерам не составит труда продать свои акции в случае, если они потеряют доверие к руководству своей корпорации. Однако, когда большинство пакетов акций невелики, у акционеров меньше возможностей привлечь Совет директоров к ответственности. Поэтому небольшие пакеты акций в Великобритании и США породили тенденцию, согласно которой контрольный пакет акций отходит влиятельным институциональным инвесторам.

Заключается ли цель корпораций в удовлетворении потребностей стейкхолдеров?

Мы видели, что, когда основное внимание уделяется акционерам компании, предполагается, что ценность для акционеров выступает доминирующей целью организации. Альтернативный подход, который, как считается, приобрел большую легитимность после краха «Энрон» (Enron) (McLean B. & Elkind P., 2004) и последующих финансовых скандалов, представляет собой взгляд на организацию, как служащую интересам стейкхолдеров. **Р. Эдвард Фриман** определяет стейкхолдеров как «лица или группы лиц, влияющие на достижение целей организации или находящиеся под их влиянием» (Freeman R.E., 1984). Это могут быть клиенты, поставщики, сотрудники, правительство, конкуренты, местное сообщество и, конечно же, акционеры. Основная роль корпораций как средства создания ценности для акционеров оспаривается теми, кто выступает за подход, основанный на интересах стейкхолдеров.

Стейкхолдеров можно разделить на внутренних и внешних. Внутренние стейкхолдеры – это те, чье влияние ощущается внутри организации, например сотрудники; внешние стейкхолдеры оказывают влияние за пределами организации, например акционеры. Такое разграничение несколько условно, поскольку некоторые стейкхолдеры, например сотрудники, также могут быть акционерами и, следовательно, относиться к категориям как внутренних, так

и внешних. Те, кто предлагает, что корпорация должна служить интересам стейкхолдеров, соглашаются с тем, что акционеры являются владельцами организации, но отвергают представление, что это каким-то образом делает их более важными при принятии организацией решений. На самом деле они утверждают, без участия сотрудников, поставщиков и клиентов не было бы никакой бизнес-деятельности. Конечно, то же самое можно сказать и применительно к акционерам как поставщикам финансов, без которых организации просто не было бы.

Сторонники теории стейкхолдеров утверждают, что решения организации влияют на множество различных категорий стейкхолдеров, и поэтому роль руководства заключается в том, чтобы находить баланс с учетом потребностей каждого стейкхолдера, а не ориентироваться только на акционеров. Например, крах компании «Леман Бразез» (Lehman Brothers) в США ощущался далеко не только в потере капитала акционерами. Сотрудники, вложившие свои средства в пенсионный фонд корпорации, остались без работы, поставщики потеряли крупные контракты, а национальная и мировая экономика испытала нестабильность. Сам размер некоторых корпораций требует явного признания со стороны руководителей того, что их действия имеют непосредственное влияние на эти категории стейкхолдеров. Узкое определение превосходства акционеров быстро вступает в противоречие с реалиями корпоративной социальной ответственности.

Проблема в том, что стейкхолдеры могут демонстрировать противоречивые потребности, что очень усложняет задачу руководства по уравниванию этих различных интересов. В идеальном мире было бы здорово, если бы руководители изначально учитывали влияние своих стратегических решений на различные группы стейкхолдеров. В реальности же это редко возможно. Именно потому, что сами стейкхолдеры могут иметь разные цели, руководители сталкиваются с задачей, пытаться достичь нескольких целей сразу. Один из способов определить приоритеты среди различных интересов стейкхолдеров – это оценить влияние, которое они оказывают на цели организации (рис. 1.3). Например, правительства могут проявлять самый благожелательный интерес к деятельности организаций, но они вынуждены применять свои законодательные полномочия, когда организации ведут себя неприемлемым образом.

Пример государственного вмешательства был очевиден во время катастрофического взрыва нефтяной вышки «Бритиш Петролеум» (BP) в 2010 году, в результате которого погибли одиннадцать человек, а нефть разлилась из устья скважины на милю в Мексиканский залив. Эта беспрецедентная угроза



Рис. 1.3. Матрица власти и заинтересованности стейкхолдеров (адаптировано по (Mendelow, 1991))

морской жизни и источникам заработка в прибрежных районах привела к тому, что генеральный директор «Бритиш Петролеум» Тони Хейуорд (Tony Hayward) и его компания получили личный выговор от президента США Барака Обамы (Barack Obama). Вдобавок к тому, что во время инцидента стоимость акций «Бритиш Петролеум» упала на десятки миллиардов фунтов стерлингов, организация понесла серьезные потери в плане своей корпоративной репутации. По мере развития событий позиция британского генерального директора становилась все более несостоятельной, и его заменил на этом посту американец.

Бывший канцлер казначейства Найджел Лоусон (Nigel Lawson) решительно заявил, что «дело правительства не сводится к управлению бизнесом». Это стало сигналом для финансовых рынков и бизнес-сообщества, свидетельствующим, что правительство консерваторов не собирается регулировать бизнес-сообщество. Предполагалось, что самоуправление обеспечит ответственное поведение организаций. В США принятие Закона Сарбейнса–Оксли (Sarbanes–Oxley) демонстрировало отход от опоры исключительно на самоуправление и знаменует собой признание ответственности корпораций в глобализированной экономике. В Великобритании после финансового краха было много споров об эффективности «максимального невмешательства» или самоуправления корпораций. Когда оказалось, что операции компании «Найк» (Nike) за границей не соответствовали стандартам США по охране труда и технике безопасности для

их зарубежных работников, включая ограничения по минимальному возрасту сотрудников, это вызвало волну возмущения и стало известно во всем мире. Хотя решение о найме работников за рубежом было направлено на повышение прибыльности, в результате пострадала репутация, и первоначально упали продажи. Это показывает, что, даже если приоритетом организации является создание ценности для своих акционеров, она не может себе этого позволить без определенного понимания ожиданий стейкхолдеров и общества.

Те, кто принимают точку зрения теории стейкхолдеров, ожидают, что организации будут активно применять меры, которые приведут к чистому повышению благосостояния среды и общества. Таким образом, их критерии успешной эффективной работы могут заметно отличаться от максимизации ценности для акционеров. Организация не может позволить себе игнорировать ожидания стейкхолдеров, и многие компании начали отходить от простых словесных заявлений о важности решения экологических проблем. Нефтяная промышленность, которая, возможно, является одним из крупнейших загрязнителей окружающей среды, начала вовлекать стейкхолдеров в дебаты о возобновляемых источниках энергии. Это не альтруизм, а осознание того, что их интересы неразрывно связаны с интересами более широких кругов их стейкхолдеров. Табл. 1.1 обобщает ключевые элементы максимизации ценности для акционеров и теории стейкхолдеров.

Японская концепция «киосей» (kyosei), что можно приблизительно перевести как «жить и работать на общее благо», стала философией ведения бизнеса для некоторых японских корпораций (Baukol R., 2002). С точки зрения «киосей», корпорация не является самодостаточным организмом, отделенным от общества, но обращена вовне, осознает свой долг перед людьми вне своей организации, такими как клиенты, поставщики и общество. Учитывая эту более широкую сеть взаимоотношений, корпорация может быть прибыльной и устойчивой в долгосрочной перспективе. Так, например, компания «Панасоник» (Panasonic) жертвует солнечные фонари в Индию для удовлетворения потребностей в освещении местных сельских районов. Баукол утверждает, что лидерство в бизнесе – это не только финансовый успех, но также понимание того, что бизнес-лидеры должны работать над улучшением своего общества, обеспечивая социальную, экономическую и экологическую стабильность.

С этой точки зрения правильный курс корпоративного управления заключается в управлении отношениями корпорации с ее стейкхолдерами. Хотя Баукол признает, что корпорации будут продолжать создавать большую часть богатства общества, он считает, что это возможно только потому, что

Таблица 1.1

Сравнение теории агентов и теории стейкхолдеров

Показатель	Максимизировать ценность для акционеров/теория агентов	Теория стейкхолдеров
Основные игроки	Принципал (владелец/акционеры), агент (руководитель)	Сотрудники, клиенты, поставщики, держатели акций, местное сообщество, правительство
Ключевые задачи	Максимизация ценности, т. е. максимизировать выгоду акционеров	Множество задач, чтобы попытаться принести выгоду всем стейкхолдерам
Сильные стороны	Ясные и достижимые	Признает, что долгосрочный успех организации зависит от участия всех стейкхолдеров
Слабые стороны	Максимизация благосостояния акционеров не мотивирует сотрудников	Считается, что преследование нескольких целей и задач нереалистично и слишком сложно для руководителей
Ключевые сторонники	Милтон Фридман (Milton Friedman, 1962, 1970)	Р.Е. Фриман (Freeman R.E., 1984)

корпорация представляет собой набор отношений между стейкхолдерами. И каждый стейкхолдер играет свою роль в успехе корпорации. **Корпоративная социальная ответственность** возникает, когда организация принимает во внимание влияние своих стратегических решений на общество. «Маркс энд Спенсер» (Marks & Spencer) заявили пятилетний план стоимостью 200 миллионов фунтов стерлингов, направленный на то, чтобы сделать компанию углеродно-нейтральной. Стюарт Роуз (Stuart Rose), занимавший в то время пост генерального директора компании, сказал: «Мы считаем, что ответственный бизнес может быть прибыльным бизнесом».

Мы видим, что без каждой категории стейкхолдеров корпорация не сможет функционировать эффективно или же вообще не сможет функционировать. Но без капитала и акционеров нет компании как юридического лица. Без банков и других долговых инвесторов корпорация не может максимизировать свою способность получать прибыль на вкладываемый капитал. А без клиентов у корпорации не будет никакого бизнеса. Точно так же корпорация не сможет вести свой бизнес без сотрудников. А если сообщество теряет доверие

к корпорации, она может быстро потерять легитимность своего бизнеса, что приведет к краху. Только путем согласования и удовлетворения потребностей различных стейкхолдеров корпорация выполняет свой долг перед обществом – способствовать его устойчивому процветанию.

Теория стейкхолдеров утверждает, что у корпорации есть обязанности и ответственность перед различными группами стейкхолдеров; это создает ряд проблем. Штернберг (Sternberg) утверждает, что, как бы мы ни старались, найти баланс между потребностями всех стейкхолдеров невозможно, поскольку это приводит к бесконечному количеству их потребностей (Sternberg E., 1997). Анализ стейкхолдеров не дает никаких ориентиров относительно того, потребности каких стейкхолдеров следует выбрать. Кроме того, он не объясняет, что можно считать истинной потребностью. И, наконец, он не дает никакого руководства относительно того, какой вес должна иметь каждая группа стейкхолдеров по отношению к другим стейкхолдерам. Согласно Штернбергу (Sternberg), корпоративное управление – это просто корпоративные действия, обеспечивающие следование целям акционеров.

Просвещенная максимизация ценности

Можно ли преодолеть разрыв между максимизацией ценности для акционеров и теорией стейкхолдеров? Дженсен (Jensen) предлагает *компетентную максимизацию ценности* как способ, с помощью которого организации могут достичь компромисса между противоречивыми потребностями стейкхолдеров (Jensen M., 2005). Это достигается путем принятия максимизации долгосрочной ценности организации в качестве критерия для компромиссов между конкурирующими интересами стейкхолдеров. Подчеркивается, что эта единственная долгосрочная цель решает дилеммы, с которыми сталкиваются руководители, пытаясь одновременно достичь нескольких целей, что присуще теории стейкхолдеров. Вызывает сомнение, примут ли сторонники теории стейкхолдеров это как беспристрастную оценку деятельности корпорации или просто как еще один способ сказать, что потребности акционеров первичны, пусть даже в *долгосрочной перспективе*.

Понятно, что роль корпораций меняется. Кэдбери заявляет: «Ожидания общества в отношении роли компаний в обществе меняются и... Компании должны взаимодействовать с теми группами, которые могут повлиять на их возможность вести свой бизнес». Далее он говорит, что «компании должны отстаивать свои позиции в том, что, по их мнению, отвечает их интересам и интересам общества, даже если иногда это может приводить к конфронтации» (Cadbury A., 2002).

Корпоративная социальная ответственность (КСО)

Что такое *корпоративная социальная ответственность*, или, как ее обычно называют, КСО? **Кэрролл и Бухгольц** (Carroll & Buchholtz) утверждают, что «корпоративная социальная ответственность включает в себя экономические, юридические, этические и филантропические ожидания, возлагаемые обществом на организации в данный момент времени» (Carroll A.V. & Buchholtz A.K., 2000). КСО можно представить графически с помощью модели корпоративной социальной ответственности Кэрролла, состоящей из четырех частей (Carroll A.V., 1991). Согласно Кэрроллу, четыре типа ответственности, обозначенные в его определении как экономическая, юридическая, этическая и филантропическая, взаимосвязаны. Таким образом, чтобы компания считалась социально ответственной, она должна соответствовать четырем компонентам, представленным на рис. 1.4.

Экономическая ответственность считается краеугольным камнем корпоративной социальной ответственности. Это связано с тем, что бизнес-организация рассматривалась как основная единица общества, предназначенная для предоставления товаров и услуг членам общества. И бизнес-предприятия существовали не только для производства товаров и услуг, нужных клиентам, ожидалось также, что они будут работать эффективно и приносить прибыль. *Юридическая ответственность* диктует компаниям осуществлять свою деятельность в соответствии с действующим законодательством и регулятив-



Рис. 1.4. Концепция корпоративной социальной ответственности

Источник: адаптировано по материалам работ А.Б. Кэрролла (Carroll A.V., 1991)

ными постановлениями. Чтобы выполнять эту составляющую корпоративной социальной ответственности, компании должны предоставлять свои товары и услуги таким образом, который, по крайней мере, соответствует предъявляемым им минимальным требованиям законодательства.

Этическая ответственность связана с действиями и поведением, которых от компании ожидает общество, даже если эти действия не закреплены законодательно. Следовательно, этическая ответственность распространяется на ценности, соблюдения которых общество ожидает от организаций, даже если эти ценности отражают более высокие стандарты деятельности, чем те, которые в настоящее время требуются по закону.

Последним компонентом концепции корпоративной социальной ответственности Кэрролла является то, что он называет филантропической ответственностью. *Филантропическая ответственность* предполагает, что организации «совершают действия, которые соответствуют ожиданиям общества относительно того, что предприятия должны быть добросовестными законопослушными корпоративными субъектами». Это включает в себя участие в деятельности, способствующей повышению благосостояния людей. Во многих корпорациях филантропия считается функцией, предоставленной на собственное усмотрение компании, даже несмотря на то, что общество часто ожидает, что организаций ее проявления. Хотя каждый компонент КСО можно обсуждать отдельно, рассматривать их следует не как взаимоисключающие, а как единое целое. В концепции Кэрролла мы видим, что КСО включает в себя одновременное выполнение компанией экономических, юридических, этических и филантропических обязательств.

Для Совета директоров компании КСО означает, что они «должны стремиться к получению прибыли, соблюдать закон, поступать этично, быть добросовестными и законопослушными» (Carroll A.V., 1991). Кэрролл заявляет, что один из способов определить социальную ответственность заключается в следующем: «дальнейшее существование компаний основано на подразумеваемом соглашении между бизнесом и обществом... суть этого договора между обществом и бизнесом сводится к тому, что компании не должны преследовать свои цели получения сиюминутной прибыли в ущерб долгосрочным интересам общества» (Carroll A.V., 2002).

Он утверждает, что организации могут различать *три* уровня ответственности компании. Первый уровень включает ответственность компании по выполнению своих обязательств перед акционерами, сотрудниками, клиентами, поставщиками, по уплате налогов, а также по выполнению своих обязательств,

предусмотренных законом. Второй уровень ответственности связан с результатами действий компаний, выполняющих эти основные обязательства. Это подразумевает использование человеческих ресурсов общества и недопущение нанесения ущерба окружающей среде. Пока не пытались соответствовать самым низким приемлемым по законодательству стандартам.

Эти два уровня КСО относительно просты, поскольку Совет директоров компании может сделать общую оценку затрат, которые компания понесет, и выгод, которые будут получены в результате их деятельности. По мере того, как мы переходим от этих двух уровней КСО к третьему уровню корпоративной социальной ответственности, становится менее четко определено, что ожидается от компании. Это потому, что на данном уровне возникает вопрос: насколько бизнес-предприятие должно в дополнение к своим собственным коммерческим приоритетам отражать приоритеты общества? Компании теперь должны, скорее, смотреть за пределы своей организации на изменяющиеся условия, на которых общество позволит им осуществлять свою деятельность, а не на свои собственные результаты, как это подразумевалось на двух других уровнях КСО. Именно этот третий уровень корпоративной социальной ответственности занимает большинство компаний в XXI веке. Ожидается, что компании будут учитывать более широкие последствия своих решений для общества и включать это понимание в свои процессы принятия решений.

Справедливо было бы отметить, что компании никогда не ощущали нехватку советов относительно их ответственности перед обществом. Например, Милтон Фридман (Milton Friedman) измеряет социальную ответственность с точки зрения прибыли на акцию. «Немногие тенденции могут так основательно подрывать основы нашего свободного общества, как принятие корпоративными должностными лицами какой-либо социальной ответственности, помимо стремления заработать как можно больше денег для своих акционеров» (Friedman M., 1962). Другие, такие как бывший генеральный директор «Юнилевер» (Unilever) Пол Полман (Paul Polman), придерживаются иных взглядов на корпоративную социальную ответственность. «Я не думаю, что наша фидуциарная обязанность состоит в том, чтобы ставить акционеров на первое место. Я заявляю обратное. Мы твердо верим, что, если мы нацелим нашу компанию на улучшение жизни граждан мира и предложим реальные устойчивые решения, мы будем в большей степени синхронизированы с потребителями и обществом, и в конечном итоге это приведет к хорошей прибыли для акционеров» (Confino Jo, 2012). См.: Пример из практики: капитализм стейкхолдеров в «Юнилевер» (Unilever).

ПРИМЕР ИЗ ПРАКТИКИ¹

Капитализм стейкхолдеров в «Юнилевер» (Unilever)

Когда в 2009 году Пол Полман (Paul Polman) стал генеральным директором «Юнилевер» (Unilever), его восприняли как надежную пару рук, способную возглавить производителя майонеза «Хэллманн» (Hellmann), мыла «Дав» (Dove) и мороженого «Бэрри энд Джэрриз» (Berry and Jerry's). Ветеран-руководитель компаний «Нестле» (Nestle) и «Проктер энд Гэмбл» (Procter and Gamble), он был известен своей финансовой дисциплиной и международным опытом. Но Полман, покинувший пост генерального директора в конце 2018 года, быстро приступил к радикальным изменениям, вступив на новую должность.

Он прекратил выпускать квартальные прогнозы, давая инвесторам понять, что не собирается принимать решения по улучшению краткосрочных цен на акции. Он развернул долгосрочную стратегию, направленную на то, чтобы сделать «Юнилевер» (Unilever) более сознательным защитником окружающей среды и более социально ответственным бизнес-предприятием, известную как «План устойчивого развития». Непосредственным результатом несообщения о квартальной прибыли стало 8%-ное падение цен на акции, что заставило Полмана пересмотреть это решение. Вместо того, чтобы пойти на попятный и отменить его, он перешел в наступление, объясняя инвесторам «Юнилевер», что нельзя решать мировые проблемы, основываясь на краткосрочном подходе и ежеквартальной прибыли. Он начал приобретать бренды, известные своей экологической аутентичностью, такие как «Сэвент Дженерэйшн» (Seventh Generation) и чай «Тазо» (Tazo).

Цель, ценности и видение

Формулировка цели «Юнилевер» гласит, что для достижения успеха требуются «высочайшие стандарты корпоративного поведения по отношению ко всем, с кем мы работаем, к сообществам, с которыми мы взаимодействуем, и к окружающей среде, на которую наша деятельность оказывает влияние». Ценности компании определяют, как они ведут свой бизнес и взаимодействуют со своими коллегами, партнерами, клиентами и потребителями. Их четыре основные ценности – честность, ответственность, уважение и новаторство. Как мы видели и на примере «Джонсон и Джонсон» (Johnson & Johnson), ценности «Юнилевер» направляют их сотрудников в принятии решений и действиях, предпринимаемых каждый день по мере того, как компания выходит на новые рынки, нанимает новые кадры и решает новые задачи. Их цель – «сделать

¹ Источники: Пол Полман, ключевой голос корпоративной ответственности, уходит с поста генерального директора «Юнилевер» // Нью-Йорк Таймс. 2018. 29 ноября; Polman on capitalism, leadership and sustainability: блоги «Оксфам» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://oxfamblogs.org/fp2p/paul-polman-on-capitalism-leadership-sustainability> (Дата обращения: 13.12.2018); Резкие высказывания Пола Полмана о финансовых услугах // Файнэншиал таймс. 2020. 25 марта; Ковид-19 – лакмусовая бумажка для акционерного капитализма // Файнэншиал таймс. 2020. 25 марта; Глава «Юнилевер» Пол Полман уходит в отставку // Файнэншиал таймс. 2018. 29 ноября; Пол Полман из «Юнилевер»: бросая вызов корпоративному статус-кво // Гардиан. 2012. 24 апреля; Карсон К. Автобиография Мартина Лютера Кинга-младшего. Абакус, 2000; Unilever.com.

устойчивое развитие обычным явлением». Их видение заключается в том, чтобы стать мировым лидером в области устойчивого бизнеса. Стремясь реализовать это видение, «Юнилевер» ввели свою целевую бизнес-модель для достижения превосходных показателей эффективности. Их цель заключается в том, чтобы постоянно обеспечивать финансовые результаты в верхней трети рейтинга по отрасли.

В 1890-х годах Уильям Хескет Левел (William Hesketh Lever), основатель «Левел Бразерс» (Lever Brothers), записал свои идеи, касающиеся мыла «Санлайт» (Sunlight) – его революционного нового продукта, который помог популяризировать чистоту и гигиену в викторианской Англии. Оно было призвано «сделать чистоту обычным делом; уменьшить нагрузку домашних дел, возложенных на женщин; укреплять здоровье и способствовать личной привлекательности, чтобы жизнь людей, использующих наши продукты, была более приятной и приносила удовлетворение». Это ощущение цели и миссии всегда было частью культуры «Юнилевер», не ослабевает оно и в XXI веке. Во многих случаях Полману (Polman) приходилось напоминать своей аудитории, что бизнес-компании должны рассматривать обеспечение долгосрочного устойчивого развития как истинную фидуциарную обязанность советов директоров. Исходя из этого, он распрощался со спекулятивными хедж-фондами, предприняв необычный шаг: активно привлекая фонды долгосрочных инвестиций к покупке акций компании. В течение трех лет на посту генерального директора, благодаря введенному им запрету на ежеквартальные отчеты перед городскими властями, ему удалось сократить долю акций «Юнилевер» в хедж-фондах с 15 до менее чем 5%. Это, в свою очередь, уменьшило колебания цен на акции компании. В то время он сказал, что «исторически сложилось так, что слишком много генеральных директоров просто отвечали на запросы акционеров вместо того, чтобы самим активно искать подходящих акционеров». «Большинство генеральных директоров посещают своих существующих акционеров; мы же идем с визитом к тем акционерам, которые еще не наши».

Причина добиваться устойчивости

Поясняя свои убеждения, Полман откровенно отмечал, что бизнес-предприятие существует не для выгоды акционеров; оно существует для того, чтобы находить долгосрочные решения проблем общества. Когда в ноябре 2010 года он запустил «План устойчивого развития» компании, целью было удвоить продажи и вдвое снизить воздействие продукции компании на окружающую среду. Также было принято обязательство улучшить питательные качества пищевых продуктов «Юнилевер» за счет снижения количества соли, насыщенных жиров, сахара и калорий и подключить более 500 000 мелких фермеров и дистрибьюторов в развивающихся странах к своей цепочке поставок. По всем этим целям был достигнут существенный прогресс. Но цель по обеспечению к 2020 году устойчивости всего сельскохозяйственного сырья не была достигнута. Труднее достигать тех целей, которые требуют изменения поведения потребителей, как, например, сокращение использования нагрева воды при принятии душа и стирке одежды, поощрение людей к употреблению в пищу продуктов с более низким содержанием соли.

Тем не менее руководители «Юнилевер» считают, что компании, которые в своей работе более ответственно относятся к факторам экологии, социальной сферы и управления (ЭСУ), более успешны в долгосрочной перспективе. Их мантра звучит так:

если вы публикуете больше информации и повышаете прозрачность в рамках корпорации, принимаете во внимание изменения климата или недостаточные запасы воды, если ваши планы более надежны, вы снижаете риски для своих инвесторов. Это, в свою очередь, гарантирует, что стоимость вашего капитала будет ниже. Стремясь защитить окружающую среду и общество, «Юнилевер» внедрила бренды «Устойчивого образа развития» по всем уровням компании. Эти бренды имеют четкую цель, которая со временем помогает решать социальные или экологические проблемы. Например, продажи моющего средства «Доместос» (Domestos) скоординированы с целью строительства 25 миллионов туалетов. Кроме того, сам продукт также должен способствовать достижению одной или более целей, установленных в «Плане устойчивого развития Юнилевер» (USLP), которые, в свою очередь, способствуют достижению 17 «Целей устойчивого развития ООН». Компания считает, что она должна действовать целенаправленно и ориентироваться на будущее, а также обеспечивать превосходные показатели эффективности.

Чтобы помочь им на этом пути, компанией была принята собственная стратегия «Компас» (Compass). Это единая устойчивая бизнес-стратегия, основанная на трех основных убеждениях: 1) бренды, нацеленные на рост, 2) компании, нацеленные на долговечность, 3) люди, нацеленные на процветание. Примером целенаправленного продукта в действии является кетчуп «Хэллманн» (Hellmann) из красных и зеленых томатов от «Юнилевер». Его цель – сократить количество пищевых отходов, возникающих при производстве продукции «Юнилевер». В производстве кетчупа «Хэллманн» из красных и зеленых томатов, запущенном в апреле 2017 года, используются зеленые и красные помидоры, тогда как традиционно использовались только красные. При использовании только красных помидоров 10% от их общего урожая выбрасывалось, поэтому «Юнилевер» разработали новый рецепт, включающий оба вида помидоров. Потенциально кетчуп «Хэллманн» из красных и зеленых томатов каждый год спасает 2,5 миллиона помидоров от выбрасывания, и отзывы клиентов показывают, что никаких компромиссов во вкусе нет. Беспроигрышный вариант для всех стейкхолдеров компании.

Капитализм мультистейкхолдеров

«Юнилевер» принимает «ответственную бизнес-модель», которая, по их мнению, укрепляет их бренд и улучшает корпоративную репутацию, что, в свою очередь, повышает цену акций компании. Уверенность Совета директоров в своей бизнес-модели была проверена на примере неудавшегося предложения от «Крафт Хайнц» (Kraft Heinz). Несмотря на то, что это предложение обещало акционерам 18%-ную надбавку, Совет директоров компании придерживался своей ответственной бизнес-модели, успешно убеждая, что отклонение данного предложения принесет большую долгосрочную ценность для акционеров. В отличие от многих компаний, которые лишь на словах рассуждают о корпоративной социальной ответственности (КСО), «Юнилевер» заложила ее в свою бизнес-модель и увязала с успехом своих брендов. В рамках своего подхода к бизнесу Полман создал более гибкие системы, позволяющие «Юнилевер» реагировать на события, происходящие вне их контроля, такие как появление новых конкурентов, стихийное бедствие или новое законодательство. Поскольку мир становится все более нестабильным, компании должны иметь быструю

петлю обратной связи с рынком, которая бы улавливала эти сигналы, а также очень гибкую структуру, ориентированную на внешнюю среду. Одной из причин постановки такой цели является то, что она позволяет «Юнилевер» быть в гораздо более живой связи с тем, что происходит на местных рынках, что для крупной компании часто является проблемой. А когда такая связь поддерживается, при изменении окружающей среды вы получите более быстрый сигнал и сможете быстрее реагировать.

В отличие от многих бизнес-предприятий, Полман открыто говорит о том, что капитализм должен быть динамичен. Исходя из этого, если общество не функционирует должным образом, лидеры должны вести бизнес по-другому и даже попробовать ввести другую форму капитализма. Будучи одним из самых прямолинейных и принципиальных бизнес-лидеров, он язвительно отзывается о компаниях, жалующихся, что их руки связаны фидуциарной обязанностью максимизировать прибыль для акционеров в краткосрочной перспективе. Он указывает, что это: «Слишком узкая модель старого мышления Милтона Фридмана (Milton Friedman). Мир изменился, и этим людям необходимо расширить свою осведомленность с учетом реалий сегодняшнего мира. Я не думаю, что наша фидуциарная обязанность состоит в том, чтобы ставить акционеров на первое место. Я заявляю обратное. Мы твердо верим, что, если мы нацелим нашу компанию на улучшение жизни граждан мира и предложим реальные устойчивые решения, мы будем в большей степени синхронизированы с потребителями и обществом, и в конечном итоге это приведет к хорошей прибыли для акционеров».

Когда его попросили возглавить рабочую группу по продовольственной безопасности и привлечь других руководителей бизнеса, он отказался. Почему? Он считал, что рекомендации, исходящие от бизнеса, защитили бы в первую очередь производство биотоплива, никто бы не подумал рассматривать такие вопросы, как права землепользования или права женщин – все факторы, которыми лично он увлечен. Вместо этого он пригласил к сотрудничеству «Оксфам» (Oxfam), Продовольственную и сельскохозяйственную организацию ООН (ФАО), Всемирную продовольственную программу (ВПП) и «Гринпис» (Greenpeace). Только после этого он пригласил к участию коммерческие компании: «Я бы ничего не делал в “Юнилевер” без применения подхода, основанного на привлечении широкого круга стейкхолдеров. Мы должны работать с правительством и гражданским обществом. Приходится быть системными мыслителями, способными работать в партнерстве с национальными правительствами. Я больше не хочу работать только с бизнесом».

Лидерство

В интервью на тему лидерства Полман (Polman) заявил: «Лидеры привносят мораль, ориентированную не на вас самих, и проявляется она в уважении к другим. Вера в «больших людей» неуместна. Роза Паркс (Rosa Parks) была настоящим лидером, а частного самолета у нее не было». Роза Паркс была чернокожей женщиной, которая отказалась уступить по просьбе водителя свое место в автобусе белому мужчине, который только что сел в автобус, и перейти в конец салона. Это было в Монтгомери, штат Алабама, в декабре 1955 года. В тихой, спокойной, достойной манере миссис Паркс (Mrs Parks) отказалась сдвинуться с места и была арестована. Результатом стало массовое движение, бойкотировавшее общественный транспорт, что привело к законодательному запрету скопления в общественном транспорте. Полман сетует

на так называемую хроническую нехватку лидеров. Возможно, найти хороших лидеров во времена кризиса особенно сложно, но эта сложность преодолима. Компания «Юнилевер» не уникальна в этой области. Например, во время глобальной пандемии голландский судоходный гигант «Маэрск» (Maersk) предлагал свои суда и грузовые платформы для доставки экстренных грузов туда, где они были необходимы, поддерживая или создавая маршруты доставки, которые вовсе не обязательно были коммерчески целесообразны.

В 2009 году финансовые аналитики скептически отнеслись к его видению и новому направлению. За первые несколько месяцев его работы, которые совпали с финансовым кризисом, акции «Юнилевер» упали более чем на 27%. С тех первых дней за время правления Полмана цена акций «Юнилевер» выросла более чем вдвое и легко превзошла показатели фондового индекса FTSE 100. Компания была прозрачна относительно своего прогресса, выпуская ежегодные отчеты, содержащие информацию о показателях экологии, социальной сферы и управления (ЭСУ), которые демонстрируют улучшение условий труда в их цепочке поставок и создание более здоровых продуктов.

Для того чтобы доказать рынкам, что отказ от предложения «Крафт Хайнц» (Kraft Heinz) был «правильным поступком», Полману пришлось поставить перед собой амбициозные цели: добиться роста продаж на 3–5% и роста маржи до 20%. Для достижения этого компании пришлось сократить расходы, одновременно повышая спрос на новые продукты. Он сократил некоторые уровни организации и децентрализовал управление филиалами компании в других странах. Неизбежно был и ряд неудач. Чтобы увеличить прибыль и оптимизировать компанию, использующую две штаб-квартиры в Лондоне и Роттердаме, Полман попытался отказаться от структуры котировки ценных бумаг на двух фондовых биржах. Некоторые инвесторы подозревали, что компания переезжает в Нидерланды, чтобы сделать невозможным враждебное поглощение, подобное тому, которое предлагали им «Крафт Хайнц» (Kraft Heinz). План был отклонен, и Полман объявил о своем намерении уйти в отставку.

Будущее

В 2018 году Алан Джоуп (Alan Jope), всю свою жизнь проработавший в «Юнилевер», руководивший крупнейшим бизнес-подразделением компании по производству косметики и средств личной гигиены, сменил Полмана на посту генерального директора. С 2009 года дальновидность, честность и непоколебимая настойчивость Полмана обеспечили «Юнилевер» устойчивый рост и прибыльность, основанные на выбранной компанией бизнес-модели капитализма стейкхолдеров. Приверженность этой бизнес-модели стала ключевым критерием при выборе преемника. В 2020 году, во время глобальной пандемии, Полман продолжал делиться своим идейным посылом: бизнес должен быть силой добра, а не только средством получения прибыли. Он утверждал, что сейчас настало время для управляющих активами и владельцев активов, которые столько говорили об ЭСУ-факторах и интересах стейкхолдеров, требовать от компаний, в которые они инвестируют, соблюдения более высоких моральных стандартов. «Вы должны призвать их к действию, – сказал мистер Полман. – Сейчас настал момент для человечества. Нам нужно от чего-то отказаться и чем-то пожертвовать...»

Компании, занимающие высокие позиции по меркам корпоративной социальной ответственности, с большей вероятностью могут стать объектом деятельности хедж-фондов, согласно академическому исследованию, проведенному Университетом штата Пенсильвания, «Эразмус Университи» (Erasmus University) и бизнес-школой «ХЭК Пари» (HEC Paris) (Laurence Fletcher, 2020). В ходе исследования было рассмотрено 506 компаний – активистов в США в период с 2000 по 2016 год, и было обнаружено, что компании, чей рейтинг корпоративной социальной ответственности был выше среднего по отрасли, имели 5%-ный шанс стать объектом деятельности хедж-фондов. Это сопоставимо с 3%-ной вероятностью среднего показателя по отрасли. Почему? Акцент на этически ориентированные методы рассматривался как признак расточительности в расходах, «мешающий компаниям максимизировать ценность для акционеров в краткосрочной перспективе», писали ученые, которые в ходе своего исследования также провели опрос ряда управляющих хедж-фондов.

В последние годы наблюдается всплеск интереса к экологическим, социальным и управленческим (ЭСУ) инвестициям. В результате, чтобы привлечь инвесторов, компании стремятся улучшить свою репутацию благодаря этичному поведению. Пол Полман (Paul Polman) входит в число бизнес-лидеров, отстаивающих использование более широких мандатов ЭСУ, когда им бросают вызов внешние инвесторы. После того как в 2017 году он оградил свою компанию от нежелательных намерений приобретения ее за 143 миллиарда долларов концерном «Крафт Хайнц» (Kraft Heinz) и его частными инвесторами, он описал неудавшуюся заявку на приобретение «Юнилевер» (Unilever) как «столкновение между одними людьми, которые думают о миллиардах людей в мире, и некоторыми другими, которые думают о небольшой кучке миллиардеров».

Экологические вопросы, социальные отношения, корпоративное управление (ЭСУ)

Как инвесторы, особенно институциональные инвесторы, узнают, какие компании выявили и управляют рисками, обусловленными **экологическими, социальными и управленческими (ЭСУ)** факторами, способными снизить или повысить долгосрочную ценность для акционеров? Ассоциация британских страховщиков (АБС) выпустила «Руководство по раскрытию информации об ответственных инвестициях», которое полезно для компаний и инвесторов (Mallin С.А., 2019). В данном Руководстве содержатся наставления для компаний относительно раскрытия информации, которую может ожидать увидеть институциональный инвестор в годовом отчете компании.

Это позволяет инвесторам видеть в контексте всех рисков и возможностей, существующих в компании, риски, обусловленные ЭСУ-факторами, а также что делает Совет директоров для снижения этих рисков. Институциональные инвесторы со своей стороны должны учитывать ЭСУ-риски и возможности в рамках своей общей цели повышения ценности для акционеров, а не воспринимать их как дополнительное бремя или пункт, по которому надо поставить «галочку». Кроме того, при рассмотрении вопроса о вознаграждении руководителей высшего звена комитет компании по вознаграждениям должен убедиться, что стимулы, предлагаемые руководителям, не повышают ЭСУ-риски, мотивируя их безответственное поведение.

Поскольку корпорации все больше обращают внимание на свои обязательства в рамках КСО, это привлекает крупные хедж-фонды, такие как «Мэн Групп» (Man Group) и «Кэкстон Эсоушиэйтс» (Caxton Associates), которые ищут надежные способы выявления компаний с сильными или улучшающими ЭСУ-характеристиками, способными превзойти по показателям фондовый рынок (Laurence Fletcher, 2019). Проблема для руководителей хедж-фонда заключается в том, что их клиенты все больше беспокоятся, в какие компании им лучше инвестировать. Исходя из этого, нужны компании, способные продемонстрировать результаты эффективности выше среднего, одновременно принимая необходимые социальные, экологические и управленческие меры. Поэтому управляющие фондами стремятся найти так называемый «ЭСУ-фактор», что бы позволило им идентифицировать такие активы способом, который конкурентам было бы трудно скопировать. Сложность, конечно, заключается в степени корреляции. Как можно быть уверенным, что увеличение стоимости акций компании произошло в результате ее ЭСУ-характеристик?

В прошлом инвесторам, которые хотели вложить свои средства в **«социально ответственные инвестиции»** (СОИ), или **«этические инвестиции»**, т. е. инвестиции, учитывающие этические, социальные и экологические показатели компаний, часто приходилось соглашаться на более низкую прибыль как плату за свои убеждения. Причина в том, что СОИ, как правило, исключали акции, которые считались вредными для окружающей среды или общества, такие как акции нефтяных компаний или производителей оружия, предоставляя управляющим фондам лишь ограниченный выбор акций. Это подчеркивает вероятность возникновения дополнительных трудностей при выборе ЭСУ-акций. Рассмотрим производителя электромобилей. Большинство людей соглашались, что его активы можно считать ЭСУ-акциями, потому что выпускаемые компанией автомобили безвредны для окружающей среды. Однако основным

компонентом электромобилей является аккумулятор, в котором используется кобальт, добываемый неэтичными методами в Демократической Республике Конго. Эти обстоятельства предполагают, что данные акции к категории ЭСУ не относятся, и мы еще раз убеждаемся в некоторых сложностях инвестирования с учетом ЭСУ-факторов.

Деловая этика

Деловая этика подразумевает рассмотрение решений корпораций и их конечных результатов, а также ценностей, на которых основаны эти решения, чтобы понять, являются ли их действия правильными или неправильными с моральной точки зрения. Она может распространяться на политику, процедуры и системы организации, но в конечном итоге эти внутренние структуры будут определяться собственными ценностями компании. Это вопрос взаимодействия бизнеса и общества. Деловая этика касается меняющихся условий, на которых общество будет лицензировать корпорации, чтобы те могли продолжать свою деятельность.

Как лаконично выразился бывший председатель «Кэдбери Швэппс» (Cadbury Schweppes), «деловые решения подобны камням, брошенным в пруд, представляющий собой общество, и, пытаясь выйти из воды на берег, компании должны учитывать те колебания, которые брошенные ими камни вызывают. От компаний требуется представлять и учитывать более широкие последствия своих решений и включать это понимание в свои процессы принятия решений» (Cadbury A., 2002).

Один из способов, которым организации усваивают деловую этику, заключается в использовании ими термина «устойчивое развитие». Понятие устойчивого развития быстро вышло за рамки экологических соображений, поскольку компании осознали сложность обращения с окружающей средой без учета своего влияния на экономические и социальные аспекты жизни сообществ (Crane A. & Matten D., 2007).

Устойчивое развитие может быть определено как «долгосрочное поддержание функционирования систем в соответствии с экологическими, экономическими и социальными факторами» (Crane A. & Matten D., 2007). С экологической точки зрения устойчивое развитие связано с сохранением наших физических ресурсов для будущих поколений. С экономической точки зрения устойчивое развитие ориентируется как на экономические показатели организации, так и на ее поведение как компании с высокой гражданской ответственностью. К примеру, пытается ли она избежать уплаты справедливой доли корпоративного налога? А с социальной точки зрения устойчивое разви-

тие – это проблема социальной справедливости и поиска способов, позволяющих уменьшить глобальное неравенство. Таким образом, устойчивое развитие становится важной частью деловой этики (Crane A. & Matten D., 2007).

С точки зрения Совета директоров, если они хотят полностью осознавать последствия своих решений, им может потребоваться четкое определение такого термина, как «общество». Например, если от дыма и копоти, извергаемых из труб местной фабрики, загрязняется постиранное и вывешенное на улицу белье людей, проживающих по соседству, местные жители могут захотеть, чтобы компания признала свою ответственность перед обществом и перестала загрязнять их окрестности. Допустим, компания решает поставить дымовые трубы большего размера и выбрасывать сажу и копоть выше в атмосферу. Это удовлетворяет потребности местного «общества», но «общество» в лице потребителей производимых фабрикой продуктов в конечном итоге должно будет вложить свои средства в стоимость этих труб. А «общество» в лице какой-нибудь страны за пределами Британии теперь будет получать все заводские выбросы.

Этот пример показывает, что компании, особенно их Совет директоров, должны взвешивать последствия своих действий для различных секторов общества, на которые их действия окажут влияние, и только тогда они смогут решить, какой способ справиться с проблемой загрязнения будет оптимальным (Cadbury A., 2002). А когда рассматриваемая компания является многонациональной корпорацией, работающей за пределами национальных границ с цепочками поставок в разных странах, эти страны могут не иметь таких же стандартов в области здравоохранения и безопасности, как страна регистрации материнской компании. И этой информацией можно делиться 24/7 с потребителями вашей продукции.

1.5. Роль материнских компаний

Вопрос, лежащий в основе корпоративного управления, заключается в следующем: как организация может добавлять ценность по всем предприятиям, входящим в ее состав? В этом и состоит роль материнских компаний. Материнская компания существует, когда организация состоит из нескольких бизнес-единиц. В рамках многопрофильной организации это относится ко всем тем уровням управления, которые не являются частью бизнес-предприятий, ориентированных на клиента и работающих на прибыль. Материнские компании часто называют головным офисом корпорации или в шутку просто

«центром затрат». Это связано с тем, что у материнской компании нет внешних клиентов, и она как таковая не может получать прямой доход. Учитывая, что она несет корпоративные накладные расходы, материнская компания должна демонстрировать, что эти затраты компенсируются ощутимыми выгодами, которые она предоставляет бизнес-единицам в едином портфеле. Тогда возникает вопрос: что делает материнская компания, что позволяло бы этим бизнес-единицам совместно работать лучше, чем если бы они функционировали как отдельные подразделения (Goold M. et al., 1994)?

Управление материнских корпораций приносит пользу, если материнская компания добавляет большую ценность за счет своего управления и координации этих отдельных бизнес-единиц. Суть здесь в том, что, эффективно управляя соответствующими возможностями в каждой бизнес-единице, а также используя свои управленческие навыки с охватом всех этих единиц, материнская компания может достичь синергии. Синергия возникает, когда общий объем производства при объединении бизнес-предприятий превышает объем производства тех же предприятий, работающих по отдельности. Это часто описывается математически как « $2 + 2 = 5$ ». Это, к примеру, может быть обусловлено экономией за счет масштаба, когда две бизнес-единицы решают объединить свои производственные мощности, что ведет к снижению себестоимости единицы продукции. В результате ценность объединенных бизнес-предприятий превышает ценность, которую можно получить от двух отдельных предприятий.

Суть задачи корпоративного управления, как уже отмечалась ранее, заключается в управлении множеством предприятий, партнеров, географических рынков, технологий и клиентов под одним и тем же корпоративным зонтиком таким образом, чтобы единая организация обеспечивала ценность для всех заинтересованных сторон. Задача состоит в том, чтобы ценность, создаваемая объединенным предприятием, превышала ценность, которую могла бы обеспечить любая другая организационная структура, в том числе такая, при которой бизнес-подразделения (СБЕ) выступают в качестве независимых субъектов.

Данное наблюдение подчеркивает тот факт, что стратегия на корпоративном уровне принципиально отличается от стратегии на уровне бизнес-подразделений. На корпоративном уровне задача стратегического управления заключается чаще всего не в управлении теми или иными составляющими бизнес-единиц и не в разработке стратегии для этих бизнес-подразделений. Корпоративный персонал, как правило, не обладает углубленными знаниями об отдельном бизнесе или его текущей среде, хотя они обычно пополняются

такими централизованными сервисами, как корпоративное планирование, финансы, информационные технологии, управление персоналом и т. д. Их роль заключается в управлении всем бизнес-портфелем, а не отдельным коммерческим подразделением (СБЕ). Эту задачу корпоративное управление делегирует руководителям старшего звена и предоставляет централизованную кадровую поддержку той или иной степени. Затем корпоративный центр старается следить за достижением взаимно согласованных целей, признавая то, что на результативность бизнес-подразделения влияет его особая среда, которая различается от бизнеса к бизнесу.

Ключевое отличие заключается в диапазоне решений, которые необходимо принимать. Бизнес-подразделение имеет степень целостности; это достаточно однородная организация, которая работает с отдельными и четко определенными продуктами или на отдельных и четко определенных рынках. В отличие от этого, корпорация состоит из ряда таких коммерческих подразделений, и может казаться, что эти предприятия имеют мало общего друг с другом. Так вот, задача состоит в том, чтобы разрешить этот парадокс. Эти подразделения могут работать и работают в определенной степени независимо друг от друга. В то же время они являются частью более крупной группы, участие в которой должно способствовать повышению их результативности. Поэтому нам необходимо сочетать преимущества независимости с преимуществами общей собственности. Одна из корпоративных задач заключается в том, чтобы строить взаимоотношения с целью достижения синергии – например, мотивируя один бизнес делиться своими способностями для повышения эффективности другого бизнеса.

Создание ценности

Если мы признаем, что цель корпоративного уровня заключается в обеспечении того, чтобы ценность составляющих корпорацию предприятий под именно этим корпоративным зонтиком была больше, чем в структуре любого другого собственника, то нам нужно обязательно ответить на вызывающий затруднения вопрос о том, каким образом корпоративный центр повышает ценность компании и составляющих ее коммерческих подразделений.

В диверсифицированной компании наибольшая часть стоимости создается в коммерческих подразделениях (СБЕ), а не на корпоративном уровне. Тем не менее, у корпоративного центра есть конкретные области принятия решений, в которых он может повлиять на ценность. Корпорация, как правило, несет ответственность за деятельность по слияниям и поглощениям, которая может добавить или разрушить ценность. Кроме того, он несет ответственность за решения, касающиеся финансирования, дивидендов и

отношений с финансовыми рынками, которые, опять же, могут повлиять на ценность. Наконец, корпоративный персонал будет играть роль в таких областях, как корпоративная культура и управленческие ценности. Таким образом, корпоративный уровень может дополнить или уменьшить ценность компании разными способами, а не только через его взаимодействие с бизнес-подразделениями. Тем не менее, если каждый бизнес в портфеле компаний максимизирует свою результативность самостоятельно, то как корпоративный персонал может повысить ценность общего предприятия? Что остается делать материнской компании? Для корпоративной стратегии данные вопросы являются фундаментальными.

Поскольку материнская корпорация не имеет внешних клиентов (хотя она взаимодействует с некоторыми внешними поставщиками), она порождает расходы, но дохода не приносит. В конечном счете несмотря на то, что воздействие материнской компании является косвенным, она должна создавать ценность, превышающую затраты, которые она несет. Однако корпоративный центр играет важную посредническую роль. Он может влиять на решения и стратегии коммерческих подразделений, и он является посредником между бизнесом и финансовыми рынками. Таким образом, несмотря на то, что изначальное создание ценности происходит на уровне коммерческого подразделения, материнская компания и ее предприятия должны сотрудничать друг с другом для повышения создания ценности.

Проведенные исследования показали наличие влияния корпоративной собственности на эффективность деятельности составляющих корпорацию предприятий, и результаты были неоднозначными. Часть разногласий может возникать из-за различий в методологии, в том числе в применении разных статистических инструментов, наборов данных, в определении критериев результативности и деятельности подразделений. Однако в целом исследования показывают, что деятельность корпоративного персонала действительно имеет определенное воздействие на работу подразделений (Bowman E.H. and Helfat C.E., 2001). Хотя масштаб воздействия может вызывать сомнения, на интуитивном уровне понятно, что было бы странно прийти к выводу о полной независимости результативности стратегической бизнес-единицы (СБЕ) от корпоративного персонала. И все-таки часто проще увидеть, как материнская компания может разрушить ценность, чем то, как она ее создает, поскольку неудачные поглощения всегда приводили к огромному разрушению ценности. В табл. 1.2 показано, как корпоративный центр может создавать или уничтожать ценность в отношениях со своими подразделениями (McLeod K. and Stuckey J., 2000).

Таблица 1.2

Корпоративные возможности добавления или разрушения ценности

Корпоративный центр может добавить ценность с помощью...	Корпоративный центр может разрушить ценность из-за...
Управление динамической областью деятельности компании, зачастую на основе активной программы по поглощению и выводу инвестиций	Нерациональное осуществление поглощений, большинство из которых не добавляют никакой ценности компании-покупателю
Такое управление связями между предприятиями, при котором результативность конкретного бизнеса повышается за счет того, что он является частью бизнес-портфеля компании	Высокие накладные расходы
Предоставление централизованных услуг, соотношение цены и качества которых превосходит те, которые бизнес может получить от внешнего поставщика	Медлительность и безответственность, дистанцированность от бизнеса и отсутствие помощи в выработке стратегии несмотря на тот факт, что он должен эту стратегию утверждать

В идеальном мире корпорацию можно было бы назвать естественным собственником входящих в ее состав предприятий. Данный термин, введенный компанией McKinsey, означает, что предприятия корпорации лучше функционируют под управлением именно этой материнской компании, а не какой-либо другой, включая ситуацию отсутствия материнской компании (независимости). Если это так, то компания будет иметь относительную защиту от недружественного поглощения, поскольку она способна заработать на активах (бизнесе) больше, чем любой другой собственник, который не может логически позволить выплатить нынешнему собственнику больше, чем стоит этот бизнес.

Таким образом, чтобы корпорация существовала на устойчивой основе, корпоративный уровень должен способствовать созданию ценности, поскольку в противном случае расходы, которые он несет, сделают компанию уязвимой для поглощения. Корпоративный центр может создавать ценность за счет формирования портфеля коммерческих подразделений, в идеале – с положительной взаимозависимостью и фундаментом из группы способностей. Он может оказывать поддержку бизнес-подразделениям в принятии ими решений и повышать их эффективность за счет использования общих способностей, которые создают благоприятные возможности для

междивизионального сотрудничества. Корпорация также выступает в качестве внутреннего рынка капитала, зачастую выполняя эту роль лучше, чем внешние финансовые рынки, благодаря лучшему пониманию возможностей предприятий коммерческого уровня.

Также очевидно, что корпоративный центр должен определять уровень и характер своего вмешательства в выработку коммерческой стратегии. В связи с нестабильностью современных рынков компаниям необходимо быть гибкими, способными быстро реагировать на непредсказуемые изменения. Одним из популярных решений стала усиленная децентрализация, делегирование все больших полномочий по принятию решений коммерческим подразделениям. Сотрудники данных подразделений ближе к клиентам, конкурентам и технологиям, и они могут лучше принимать своевременные решения, которые создадут ценность для бизнеса и, следовательно, для корпорации.

Задача диверсифицированной компании заключается в том, чтобы корпоративные менеджеры могли продемонстрировать свою способность повышения эффективности работы подразделений в случае, когда эти подразделения являются частью более крупного целого, т. е. когда они больше не являются независимыми предприятиями. В идеале корпоративный персонал должен вмешиваться в процессы принятия решений на предприятиях только тогда, когда он способен повысить результаты их работы.

При оценке портфельных стратегий роль материнской компании сводится просто к функциям управляющего инвестициями, который перемещает средства между бизнес-предприятиями, стремясь максимизировать корпоративную прибыль. Эндрю Кэмпбелл и др. (Campbell et al., 2014), напротив, постарались понять, как и при каких условиях материнским компаниям в рамках корпорации удастся создавать ценность. Они утверждают, что многопрофильные организации создают ценность, влияя или *поддерживая через материнские компании* бизнес-единицы, которыми они владеют. Продуманные корпоративные стратегии создают ценность благодаря **преимуществу материнских компаний**. Это преимущество возникает, когда организация создает большую ценность, чем создал бы любой из ее конкурентов, если бы они владели теми же бизнес-единицами.

Преимущества материнской структуры

Кэмпбелл и др. (Campbell et al., 1995) из Центра стратегического управления Эшриджа (Ashridge Strategic Management Centre) предложили концепцию *преимуществ материнской структуры*, в которой основное внимание уделяется ресурсам и возможностям материнской компании, а также ценности,

создаваемой отношениями между материнской компанией и ее дочерними бизнес-единицами.

Материнская компания может как создавать, так и уничтожать значительные объемы ценности в зависимости от своей деятельности и связанных с этим выгод и издержек для бизнес-единиц. Материнская компания должна стремиться, скорее, не к тому, чтобы просто создавать некоторую положительную чистую ценность, а к тому, чтобы получить свое «родительское» преимущество, которое определяется как доказательство того, что она является наилучшей возможной материнской компанией для своих дочерних бизнес-единиц и создает большую ценность, чем мог бы создавать любой из ее конкурентов, если бы владел теми же дочерними бизнес-единицами. Таким образом, преимущество материнской корпорации выступает как фундаментальная основа надежной корпоративной стратегии, точно так же, как и конкурентное преимущество – основа бизнес-стратегии.

Авторы утверждают, что преимущество материнской корпорации зависит от соответствия между навыками и ресурсами материнской компании и потребностями, и возможностями дочерних бизнес-единиц. Они определяют пять «родительских» характеристик, которые могут стать потенциальными источниками преимущества материнской корпорации:

- *ментальные карты* – это глубоко укоренившиеся ценности и убеждения, формулы успеха и эмпирические правила, которыми руководствуются главы материнской компании при работе с дочерними бизнес-единицами. Они в значительной степени исходят из личного опыта руководителей и определяют то, как они синтезируют и интерпретируют информацию;

- *структуры, системы и процессы* – это механизмы, с помощью которых материнская компания взаимодействует с дочерними предприятиями, как то составление бюджета и планирование, назначение руководства, утверждение инвестиций, трансфертное ценообразование и мониторинг эффективности деятельности. Важна не только разработка этих структур и процессов, но и то, как руководители будут использовать их на практике;

- *центральные функции, услуги и ресурсы* – это корпоративные подразделения и центральные активы, которые помогают дочерним предприятиям создавать ценность. Одни материнские компании создают большие корпоративные центры, другие же строго ограничивают их размер до минимума необходимых функциональных отделов;

- материнские компании также могут создавать ценность, потому что у них есть *кадры с уникальными навыками*. Это может быть генеральный дирек-

тор компании, чья личность и опыт имеют решающее значение, но квалифицированные руководители функциональных подразделений или технические директора также могут представлять собой корпоративные активы;

- *контракт о децентрализации*, заключаемый между материнской компанией и дочерними бизнес-единицами, определяет, на решение каких вопросов материнская компания обычно влияет, а какие делегирует руководителям дочерних бизнес-предприятий. Он включает в себя формальные составляющие (такие как должностные инструкции или ограничения полномочий), но, что более важно, он вписывается в культуру компании и учитывает «то, как здесь ведутся дела».

Потенциал этих «родительских» характеристик в плане создания ценности зависит от потребностей материнской компании и возможностей дочерних предприятий, которые специфичны для их конкретной ситуации. Так, например, у недавно созданного бизнес-предприятия может не хватать функциональных навыков или финансовых ресурсов, чтобы выйти на следующий уровень своего развития. Другое бизнес-предприятие может столкнуться с трудными решениями, такими как выход на новый географический рынок или совершение крупного приобретения, и ему будет полезен специализированный и редкий опыт, которым обладает материнская компания. Третьему дочернему предприятию может потребоваться серьезная трансформация в той сфере, где его руководителям не хватает опыта. Кэмпбелл, Гулд и Александер (Campbell et al., 1995) определили четыре основных способа, с помощью которых материнская компания может добавлять ценность:

- *автономное влияние*, благодаря которому материнская компания повышает независимую производительность отдельных дочерних бизнес-подразделений;

- *связующее влияние*, благодаря которому материнская организация повышает ценность синергии и сотрудничества между дочерними бизнес-подразделениями;

- *функциональное и сервисное влияние*, благодаря которому материнская компания обеспечивает функциональное лидерство и рентабельные услуги для своих бизнес-подразделений;

- *мероприятия по корпоративному развитию*, создающие ценность за счет изменения состава портфеля бизнес-единиц.

Следует заметить, что для каждого из этих рычагов потенциал создания ценности должен быть уравновешен с риском разрушения ценности. Опыт показывает, что корпоративные возможности и вытекающие из них преимуще-

щества материнской структуры должны подвергаться тщательной оценке. Например, почему руководители корпоративного уровня должны посвящать 10% своего времени внесению улучшений в решения, принимаемые компетентными руководителями бизнес-подразделений, посвящающих этому бизнес-подразделению 100% своего времени («10% против 100%» – парадокс)? Почему руководители материнской компании должны быть способны определять эффективные возможности установления связей, которые руководителями соответствующих дочерних бизнес-подразделений не воспринимаются как результат взаимного личного интереса (парадокс «разумного эгоизма»)? Почему собственный функциональный отдел должен суметь предложить более рентабельные услуги, чем сторонние специализированные поставщики услуг (парадокс «превзойти специалистов»)? И почему руководители материнской компании должны избегать ловушки выбора неправильных целей и переплаты за приобретения, в которую могут попадать многие их коллеги (парадокс «добиться успеха несмотря ни на что»)? Конечно, все эти пути создания ценности материнской компанией возможны и могут наблюдаться на практике, но парадоксы показывают, что их не следует принимать как должное, а нужно подвергать сомнению и тщательно выверять, пока они не станут прочной основой для разработки корпоративной стратегии.

Концепция преимуществ материнской структуры оказала сильное влияние на корпоративную практику и сформировала тот образ мышления, опираясь на который, многопрофильные компании осмысливают свои возможности на корпоративном уровне и роль центра. Мы вернемся к этой теме в главе 2, где будут представлены различные архетипы материнской корпорации, и объясним, как конкретная компания может найти свою наиболее эффективную стратегию преимуществ материнской корпорации.

На основе статистического факторного анализа деятельности более 150 крупных многопрофильных компаний У. Пидун (Pidun U., 2021) определил пять основных рычагов, которые материнские компании могут использовать для добавления ценности:

- *финансирование преимуществ*: многопрофильные компании часто имеют доступ к капиталу по более низким процентным ставкам, чем конкуренты с более узкой направленностью бизнеса. Рынки капитала ценят снижение риска банкротства благодаря диверсификации портфеля и отвечают более легким и дешевым доступом к финансированию. Кроме того, бизнес-подразделения такой компании могут иметь выгоду от оптимизации системы налогообложения применительно ко всему портфелю, а также от сбалансированных опера-

ционных денежных потоков, которые можно использовать в качестве ценных источников внутреннего финансирования. Такие факторы дают преимущество в финансировании бизнес-подразделений, входящих в портфель компании;

- *разработка стратегии*: корпоративные руководители также могут добавлять ценность, активно участвуя в разработке стратегии бизнес-подразделений. Они могут, к примеру, обеспечивать стратегическое руководство на высоком уровне, формулировать нисходящие цели, разрабатывать дорожные карты развития бизнес-предприятия и оказывать поддержку при слияниях и поглощениях. Кроме того, хорошая материнская компания может укрепить свои бизнес-единицы за счет модели высшего управления, защищающей их от требований прозрачности рынка капитала в краткосрочной перспективе и давления, что позволяет при разработке бизнес-стратегии делать акцент на создании ценности в долгосрочной перспективе, в то же время последовательно побуждая их повышать эффективность своей деятельности;

- *корпоративные функциональные подразделения и ресурсы*: бизнес-предприятия в портфеле могут также получать прибыль от использования корпоративных активов или преимуществ по затратам, обеспечиваемым корпоративными функциональными подразделениями. Такие преимущества могут быть реализованы за счет отдельных корпоративных возможностей, технологий или брендов, а также за счет комплексных услуг, таких как ИТ, бухгалтерский учет, закупки или юридические услуги. Более того, эти предприятия также могут иметь преимущества на рынках труда и рекрутинга, когда речь идет о найме и удержании управленческих кадров, к примеру, благодаря сильному бренду работодателя, более широкому спектру карьерных возможностей в группе или ротации должностей между бизнес-подразделениями;

- *операционная вовлеченность*: еще один способ, с помощью которого корпоративные руководители могут добавлять ценность, заключается в активном содействии развитию сотрудничества между бизнес-подразделениями в целях реализации горизонтальной синергии. Они также могут добавлять ценность, влияя на решения, касающиеся операционной деятельности. Например, они могут ввести подробные критерии и процедуры утверждения инвестиций бизнес-подразделения путем строгого мониторинга эффективности или даже непосредственного вмешательства в бизнес-операции посредством централизованно управляемых инициатив по улучшениям, к примеру, таким как реструктуризация неэффективных бизнес-подразделений;

- *бизнес-синергия*: наконец, в некоторых случаях бизнес-подразделения могут создавать дополнительную ценность от непосредственного сотрудни-

чества между собой без вмешательства корпоративного центра. Они могут реализовывать экономию за счет охвата и масштаба, благодаря тесной интеграции исследовательской или производственной деятельности, увеличить продажи за счет объединения продуктов или перекрестных продаж или получать выгоду от обмена опытом и возможностями. Все эти преимущества исходят от горизонтальной синергии; добавленная материнской компанией ценность ограничивается составлением портфеля предприятий, обладающих таким синергетическим потенциалом.

В соответствии с исходной концепцией преимущества материнской структуры, подчеркивающей важность оценки вклада материнской компании в *чистую* ценность, исследование также выявило несколько способов, с помощью которых материнская компания может разрушать ценность для бизнес-подразделений. Здесь можно выделить пять проблем:

- *недостаточная компетентность и навыки*: руководители в корпоративном центре часто не признают или не понимают конкретных требований и факторов успеха в отдельных бизнес-подразделениях. В результате этого они могут навязывать предприятиям несоответствующие политики, правила и услуги;

- *неэффективные процессы*: корпоративные процессы, навязанные бизнес-подразделению, могут увеличить затраты и создавать задержки, не говоря уже о значительной путанице относительно целей и ожиданий со стороны руководства бизнес-подразделения. Типичной проблемой является процесс согласования важных решений, например, когда руководители производства вынуждены проходить через ряд доработок и пересмотров на уровне подразделения и группы и все равно покидают итоговое собрание без полной ясности относительно того, что от них ожидается;

- *издержки за сложность*: помимо централизованно управляемых процессов, бизнес-предприятия могут тратить время и ресурсы на внутреннюю координацию с другими бизнес-подразделениями в попытке повлиять на корпоративную политику или конкурировать за власть;

- *нехватка ресурсов*: предприятия могут быть лишены соответствующего необходимого капитала и управленческих ресурсов, поскольку им приходится субсидировать более слабые бизнес-подразделения или играть особую роль в корпоративном портфеле, не позволяющую им в полной мере реализовать свой потенциал по созданию ценности;

- *конфликт целей*: материнская компания может иметь цели, противоречащие приоритетам отдельных бизнес-единиц. Так, например, головной офис

может сделать Африку приоритетным регионом в ущерб некоторым предприятиям, имеющим лучшие перспективы на других рынках. Или же он может объявить общекорпоративную инициативу по повышению производительности оборотного капитала, что затруднит для некоторых подразделений реализацию стратегии по повышению уровня обслуживания.

Концепция рычагов добавления корпоративной ценности и механизмов разрушения ценности может быть использована для лучшего понимания возможностей корпоративного уровня, которые могут стать основой для разработки корпоративной стратегии. Конечно, нельзя напрямую измерить влияние различных рычагов. Но ценностный вклад деятельности материнской компании может быть оценен в рамках аудита убеждений высшего руководства или даже при проведении более широких опросов руководства. Хороший способ визуализировать эту оценку – использовать «компас материнской компании», основанный на пяти рычагах добавленной ценности для материнской компании, определенных в исследовании. Полезно бывает сравнить оценки руководителей корпоративного центра и бизнес-единиц, а также оценки, полученные от руководителей разных функциональных отделов. В идеале полученный в результате профиль материнской компании также сравнивается с оценками профилей основных конкурентов, основанными, например, на составленном по принципу «снаружи–внутри» мнении руководителей, ранее работавших с этими конкурентами, или внешних отраслевых консультантов.

При принятии решений в рамках бизнес-стратегии руководствуются их влиянием на конкурентное преимущество. Точно так же роль материнских корпораций предполагает, что основным критерием для решений в рамках корпоративной стратегии является их влияние на *преимущества материнской корпорации*. Таким образом, она призвана обеспечить такие критерии принятия решений на корпоративном уровне, которые могут улучшить корпоративные стратегии. Преимущество материнских корпораций – это создание большей ценности, чем у конкурентов, и им следует руководствоваться при разработке корпоративной стратегии. Как утверждают Кэмпбелл и др. (Campbell et al., 2014), «преимущество материнской корпорации – единственная надежная логика, руководствуясь которой материнская компания управляет своими бизнес-подразделениями... преимущество материнской корпорации – это цель и критерий, которым следует руководствоваться как при выборе бизнес-единиц для включения в портфель, так и при проектировании структуры материнской организации».

Матрица Хартленда (Heartland)

Финансовые затраты на содержание головного офиса корпорации – не единственная причина, по которой материнской компании нужно добавлять ценность. Головные офисы корпораций также отнимают ценность. Они делают это путем вмешательства в деятельность, через бюрократию, задержки и предоставление неэффективных услуг. С одной стороны, добавленная ценность может исходить из мудрого руководства, технического профессионализма и финансовой мощи материнской компании. С другой стороны, можно наблюдать уменьшение объемов ценности из-за ненадлежащего руководства, низкого технического профессионализма и недостаточной финансовой устойчивости материнской компании. Следует помнить, что материнская корпорация может одновременно добавлять ценность в одних областях и снижать ценность в других. Теперь мы можем перейти к вопросу: какие предприятия материнской корпорации следует включить в свой портфель. Гулд, Кэмпбелл и Александер (Goold et al., 1994) предполагают, что бизнес-предприятия можно разделить на несколько типов: сердцевина, центральная часть корпорации, или так называемый «Хартленд», «окраина Хартленда», «балласт», «чужая территория» и «ловушка ценности».

Чтобы определить, к какому из пяти вышеперечисленных типов относится та или иная бизнес-единица, можно задать два вопроса.

1. Соответствуют ли возможности, которые материнская компания может использовать в данной бизнес-единице, ее принципам создания ценности настолько, чтобы позволить материнской компании создавать значительные объемы ценности?

2. Имеют ли критические факторы успеха в бизнес-единице какое-либо очевидное *несоответствие* предполагаемым характеристикам материнской компании, в связи с чем материнская компания может влиять на эту бизнес-единицу таким образом, что ценность будет разрушаться?

Ответ на первый вопрос будет варьироваться от высокого соответствия, когда идеи материнской компании о создании ценности хорошо согласуются с возможностями бизнес-единицы, до низкого соответствия, когда идеи материнской компании о создании ценности не учитывают важные возможности, которые существуют в бизнес-единице. Ясно, что там, где концепции создания ценности охватывают все важные возможности бизнес-единицы, у конкурента не остается шансов создать свою концепцию создания ценности, которая превосходила бы их. Там, где степень соответствия между материнской компанией и бизнес-единицами низка, вполне вероятно, что другая материнская компания сможет добавить большую ценность.

Второй вопрос требует от материнской компании понимания важнейших факторов успеха бизнес-единицы и сопоставления их со своими собственными характеристиками как материнской организации. Несоответствие может иметь место, когда материнская компания не понимает критических факторов успеха бизнес-единицы. Ей не хватает способности интуитивно «почувствовать» бизнес-единицу, и поэтому она непреднамеренно влияет на эту бизнес-единицу таким образом, что разрушает ценность. Те бизнес-предприятия, которые материнская компания не понимает достаточно хорошо, чтобы установить степень несоответствия, должны быть отнесены к категории бизнес-единиц с высоким уровнем несоответствия.

Эти типы бизнес-единиц проиллюстрированы в «матрице Хартленда», или матрице соответствий материнской компании (рис. 1.5). Она разделена на четыре квадранта. Бизнес-единица займет один из этих квадрантов в зависимости от того, насколько хорошо ее потребности и возможности соответствуют навыкам материнской компании.

Центральные бизнес-единицы, или «Хартленд», – это бизнес-предприятия с потребностями и возможностями, которые материнская компания может удовлетворять и использовать. Критические факторы успеха этих бизнес-предприятий ясно понимаются материнской компанией. Предприятия «Хартленда» должны быть в центре внимания материнской компании. Это бизнес-единицы, которые понятны материнской компании и могут принести наибольшую ценность. Например, «Хартлендом» компании «Проктер энд Гэмбл» (Procter & Gamble) являются быстро развивающиеся потребительские товары, исследования и разработки, глобальное распространение и международные бренды, которые обеспечивают ей преимущество материнской компании (Campbell et al., 2014). «Хартленд» для «Луи Виттон Моет Хеннесси» (LVMH) – это роскошные бренды в сфере моды, изделий из кожи, парфюмерии, косметики, ювелирных изделий, вин и спиртных напитков. Данные материнские компании добавляют большую ценность бизнес-единицам «Хартленда», снимая при этом лишь небольшую часть этой ценности. Как таковые эти материнские компании помогают увеличить прибыль бизнес-предприятий в своем портфеле на 50, 100% или даже больше.

Бизнес-единицы «окраины Хартленда»

«Окраина Хартленда» – это пространство в матрице, где баланс между добавленной ценностью и вычитаемой ценностью материнской компании неясен. Если материнская компания преуспевает в добавлении ценности и избежит удержания ценности, эта бизнес-единица станет предприятием



Рис. 1.5. Матрица Хартленда (Heartland)

Источник: Andrew Campbell, Jo Whitehead, Marcus Alexander & Michael Goold. Strategy for the Corporate Level. Jossey-Bass, 2014

«Хартленда». Если же нет, то она может стать «балластом», «чужой территорией» или «бизнес-ловушкой ценности». Бизнес-единицы «окрыины Хартленда» могут появиться, когда материнская компания приобретает новое бизнес-предприятие, которое соответствует концепциям создания ценности материнской компании, но не по всем критериям подходит к «Хартленду». Например, новая бизнес-единица может работать на рынках, с которыми материнская компания не знакома. В таком случае материнская компания должна признать, что ее ощущения по поводу этой бизнес-единицы несколько неопределенные, и в связи с этим для работы с такой бизнес-единицей от

нее может потребоваться развитие новых навыков материнской компании. Эта новая бизнес-единица может рассматриваться как расширение границ вокруг «Хартленда». Новую бизнес-единицу следует рассматривать как эксперимент, в ходе которого испытываются границы бизнес-предприятий в центре или «Хартленде». Работа с ней сопряжена с большим риском, чем взаимодействие с бизнес-единицами в «Хартленде», но дает преимущество в виде создания существенной ценности.

Например, когда «Бритиш Эйруэйз» (British Airways) запустили авиакомпанию-лоукостер «ГОу» (GO), предполагалось, что она будет находиться на «окраине Хартленда». Точно так же руководители «Даймлер» (Daimler) после слияния и образования «Даймлер-Крайслер» (Daimler-Chrysler) ожидали, что «Крайслер» (Chrysler) окажется на «окраине Хартленда». «Хьюлетт-Пакард» (HP) ожидали, что поглощенная компания «Отонэми» (Autonomy) также будет на «окраине Хартленда». В каждом из этих случаев компании-покупателю удалось вычестить больше ценности, чем создать. «Бритиш Эйруэйз» (British Airways) продали «ГОу» компании «Изи Джет» (Easy Jet), а «Даймлер» (Daimler) продали «Крайслер» (Chrysler) частной группе прямых инвестиций. Купив «Отонэми» (Autonomy) за 11,1 миллиарда долларов (7,3 миллиарда фунтов стерлингов), «Хьюлетт-Пакард» была вынуждена снизить стоимость активов компании на 8,8 миллиарда долларов всего через год.

И напротив, примерами успешных инвестиций в «окраины Хартленда» являются вложения компании «Интел» (Intel) в микропроцессоры и инвестиции «Ай-би-эм» (IBM) в консалтинг. Эти компании делали осторожные инвестиции в бизнес-предприятия, которые отличались от их основного бизнеса. Однако со временем они смогли добавить ценность и избежать ее урезания, и эти новые бизнес-единицы стали «Хартлендом». Другие успешные примеры включают переход «Фольксваген» (Volkswagen) и «Дженерал Моторз» (General Motors) на рынок финансовых услуг и продвижение «ПрайсуотерхаусКуперс» (PwC) в сферу консалтинга.

Бизнес-единицы, образующие «балласт»

Там, где потенциал добавленной ценности низок и потенциал вычета ценности также, вероятно, низок, бизнес-единица представляет собой «балласт». Бизнес-единицы, образующие «балласт», – это те бизнес-предприятия, в которых у материнской компании мало возможностей добавлять ценность. Большинство портфелей будет включать ряд «балластных» предприятий, которые, возможно, в течение многих лет могут быть частью компании. Несмотря на то, что материнская компания понимает «балластное» бизнес-предприятие

и не наблюдается никаких несоответствий, проблема здесь, скорее всего, будет заключаться в альтернативных издержках. То есть поскольку в «балластном» предприятии мало возможностей для материнской компании, время материнской компании было бы целесообразнее потратить на другие бизнес-единицы, особенно на бизнес-единицы «Хартленда».

«Балластные» бизнес-предприятия могут хорошо управляться и предлагать материнской компании полезный денежный поток, но, в конечном счете, вопрос заключается в следующем: какое влияние на остальную часть портфеля оказывает сохранение «балластного» предприятия? И можно ли сказать, что это более стоящий вариант для материнской компании, чем для ее конкурентов? «Балластные» предприятия часто встречаются в диверсифицированных компаниях, как, например, «Луи Виттон» (Louis Vuitton) в составе «Луи Виттон Моет Хеннесси» (LVMH). Поскольку «Луи Виттон» (Louis Vuitton), похоже, не дает никаких преимуществ другим брендам «Луи Виттон Моет Хеннесси» (LVMH), он мог бы с таким же успехом работать как независимая компания.

Ловушка ценности

Бизнес-единицы, образующие «ловушку ценности», представляют собой предприятия, которые, на первый взгляд, кажутся привлекательными для материнской компании, но в действительности в них существуют области несоответствия навыкам и ресурсам материнской компании. Их называют «ловушками ценности», потому что руководители корпораций соблазняются потенциалом создания добавленной ценности, но при этом недооценивают риск урезания ценности. Бизнес-единиц, образующих «ловушку ценности», следует избегать и не включать их в корпоративный портфель, если только материнская компания не сможет научиться уменьшать или устранять имеющиеся у них несоответствия, чтобы такие бизнес-единицы могли стать «окраиной Хартленда». Примером могут служить нефтяные компании, которые приобрели компании по добыче полезных ископаемых, полагая, что их возможности в области геологоразведки и управления проектами позволят им увеличить ценность таких компаний. Но даже когда независимые компании по добыче полезных ископаемых получали прибыль, те предприятия, которые принадлежали нефтяным компаниям, продолжали нести убытки. В конечном итоге эти нефтяные компании вынуждены были продать свои бизнес-подразделения по добыче полезных ископаемых.

Другим примером компании – «ловушки ценности» является элитный парфюмерный бренд «Элизабет Арден» (Elizabeth Arden), который был куплен компанией «Юнилевер» (Unilever). Возможности «Юнилевер» по работе с

масс-маркетом оказались непригодны для этого эксклюзивного парфюмерного бренда. В конце концов, он был продан частной инвестиционной компании, которая смогла удвоить прибыль и увеличить его продажи.

Чужая территория

Если урезаемая ценность бизнес-единицы, вероятно, будет высока, а потенциал добавления ценности низок, такая бизнес-единица находится на *чужой территории*. Бизнес-предприятия, находящиеся на чужой территории, предлагают материнской компании мало возможностей для создания ценности. Концепции материнской компании о создании ценности не имеют отношения к таким предприятиям, а ее характеристики как материнской компании к особенностям этих предприятий не подходят. Они могут оказаться в портфеле в результате того, что являются частью другой компании, приобретенной ранее. Их называют «чужими», потому что им нужна другая материнская компания с принципиально иной корпоративной стратегией. Многие компании вошли в новые отрасли в надежде, что эти отрасли обеспечат для них потенциал роста. Примерами могут служить «Бритиш Петролеум» (BP) с их входом в сферу ИТ и программного обеспечения и «Бритиш Американ Тобакко» (BAT), диверсифицировавшие свою деятельность в сферу финансовых услуг. Вместо этого они оказались «чужой территорией» с небольшой добавленной ценностью и большим объемом урезаемой ценности, вследствие чего были проданы.

Мы должны знать, что «матрица Хартленда» имеет свои ограничения. Авторы этой матрицы описывают ее как «концептуально сильный, но практически слабый» инструмент (Campbell et al., 2014). Это обусловлено тем, что если мы вернемся к нашему описанию бизнес-единиц «на окраине Хартленда», то увидим, что их трудно оценить заранее, чтобы определить, в каком из квадрантов они должны находиться. В результате эта концепция может оказаться более полезной для описания того, что произошло, чем для предсказания того, что произойдет. Это может сделать ее применимость ограниченной. Как и аналогичные инструменты анализа портфеля, она зависит от субъективности тех, кто принимает решения, определяя, что можно считать хорошим соответствием между материнской компанией и бизнес-единицами. Кроме того, директора корпораций тратят меньше времени на каждую бизнес-единицу, чем их собственные руководители. В таких случаях их влияние на эти бизнес-подразделения может быть менее обоснованным, чем влияние непосредственных руководителей, которые фактически управляют этими бизнес-единицами. Более того, головные офисы корпораций

поощряют руководителей бизнес-подразделений конкурировать друг с другом за ресурсы. В результате чего эти руководители будут фильтровать информацию, поступающую в материнскую компанию, чтобы представить свой бизнес в лучшем свете. Где такая практика имеет место, некоторая доля ценности будет уничтожена, поскольку информация, на основании которой материнская компания принимает решения, неизбежно оказывается предвзятой (Goold M. et al., 1994).

Подводя итог, можно сказать, что у наиболее успешных материнских корпораций есть *концепции создания ценности*, описывающие наиболее подходящие возможности материнских компаний, и они сосредотачивают свои действия на попытках создать дополнительную ценность исходя из этих концепций и избежать снижения ценности. Они обладают уникальными характеристиками материнских компаний, которые позволяют им создавать ценность. Эти характеристики, как правило, будут лучше, чем у аналогичных материнских компаний. Важно отметить, что наиболее успешные материнские корпорации в первую очередь отбирают в свои портфели те бизнес-единицы, где их навыки материнских компаний могут создать существенную ценность – это бизнес-единицы «Хартленда». Они могут принять сознательное решение инвестировать время и ресурсы в бизнес-предприятия, находящиеся за пределами «Хартленда», например, в «балластные» бизнес-предприятия. Следует иметь в виду, что любое такое решение должно быть основано на четком понимании того, что «балластные» предприятия более ценны для материнской компании, чем для конкурирующих материнских компаний. Их не следует сохранять в портфеле, основываясь лишь на эмоциях, или по историческим причинам.

Выводы, полученные в результате диагностики материнской структуры, составляют основу для дальнейшего анализа, который будет рассмотрен в последующих главах: для каких бизнес-подразделений мы выступаем как хорошая материнская компания в рамках корпорации, а для каких есть другие, лучшие владельцы? К каким другим типам бизнес-подразделений мы могли бы применить наши возможности как материнская компания? Какие виды деятельности мы должны поощрять, а какие следует сокращать? Какие возможности мы должны развивать, чтобы стать лучше, как материнская компания? Более подробное обсуждение преимуществ материнской структуры мы также представим в главе 2, где будет описано, как разработать корпоративную стратегию материнской корпорации с учетом соответствующей корпоративной организации.

1.6. Кодексы корпоративного управления

В формировании общих подходов и принципов корпоративного управления активно участвуют не только правительственные органы большого числа стран, но и негосударственные (общественные, предпринимательские и пр.) организации и группы. Если усилия государственных органов направлены, прежде всего, на совершенствование законодательства с целью закрепления обязательности определенных стандартов раскрытия информации о деятельности компаний, защиты прав акционеров и обеспечение равного отношения к ним, учет интересов других заинтересованных сторон, то деятельность деловых кругов и других негосударственных структур и групп направлена на формирование правил и процедур корпоративного управления, которые были бы добровольно приняты большей частью делового сообщества, соответствовали бы международно-признанным принципам и вместе с тем учитывали бы национальные особенности. Результатом такой работы стало появление в различных странах так называемых кодексов корпоративного управления – свода добровольно принимаемых стандартов и внутренних норм, устанавливающих и регулирующих порядок корпоративных отношений. К их числу можно отнести такие, как (Корпоративное управление, 2013):

- «Кодекс Кэдбери», подготовленный в 1991 году в Великобритании. Комитетом под руководством Адриана Кэдбери, сформированным Советом по финансовой информации, Лондонской фондовой биржей и профессиональным союзом бухгалтерских служащих;
- «Кодекс наилучшей практики для германского корпоративного управления», подготовленный Германской группой по корпоративному управлению в январе 2000 года;
- «Рекомендации комитета по корпоративному управлению под председательством М. Вьено», подготовленные группой, созданной Национальным советом французской промышленности, Французской ассоциацией частных предприятий и Движением французских предприятий;
- «Принципы корпоративного управления в Греции», подготовленные в 1999 году Комитетом по финансовым рынкам;
- тезисы «Основные направления и проблемы корпоративного управления», подготовленные в 1994 году Советом директоров «Дженерал моторз»;
- «Основные принципы и направления корпоративного управления в США», подготовленные в 1998 году Калифорнийским пенсионным фондом гражданских служащих в отставке, являющимся крупнейшим в мире пенси-

онным фондом и одним из самых большим мировым институциональных инвесторов;

- «Кодекс надлежащей практики», подготовленный в 1999 году Бразильским институтом корпоративного управления;
- Кодекс «Рекомендуемого корпоративного управления», подготовленный в 1998 году Конфедерацией промышленности Индии;
- «Кодекс корпоративного управления», подготовленный в 1999 году Высшим финансовым комитетом Малайзии;
- «Кодекс наилучшей практики и рекомендации для директоров публичных компаний», подготовленный в 1989 году (с последующими дополнениями) Гонконгской фондовой биржей;
- «Кодекс наилучшей практики», подготовленный в 1999 году комитетом по корпоративному управлению Предпринимательского координационного совета Мексики;
- «Кодекс корпоративной практики и поведения», подготовленный в 1994 году Институтом директоров ЮАР при поддержке Предпринимательской палаты ЮАР и фондовой биржи Йоханнесбурга.

Правовой статус Кодекса корпоративного управления (или, как его часто называют, «Кодекса наилучшей практики» (Code of best practices)) неодинаков в различных странах. В одних странах он является частью общего пакета обязательных условий, которые компании необходимо соблюсти для того, чтобы ее ценные бумаги прошли листинг на бирже. При этом суть требований к эмитенту ценных бумаг заключается не в обязательном соблюдении кодекса под угрозой исключения из листинга, а в обязанности публично извещать о причинах несоблюдения правил, рекомендуемых кодексом.

Например, компании, чьи акции прошли листинг на Лондонской и Торонтской фондовых биржах, не обязаны следовать Кодексу Кэдбери или Кодексу Деи. Однако они обязаны указывать, следуют ли они рекомендациям этих документов, и объяснить причины отклонений от рекомендуемых стандартов в системе корпоративного управления.

Такое требование существенно усиливает степень обязательности рекомендаций кодексов. Кодекс, или свод правил «корпоративного управления/поведения», иногда может выступать частью комплекса требований, связанных с обязательным раскрытием информации. В других странах кодекс является документом, который носит исключительно рекомендательный характер и не связан с какими-либо обязательными требованиями. Такими, например, являются рекомендации по «образцовому корпоративному управлению», выпу-

скаемые ассоциациями директоров, корпоративных менеджеров и отдельными крупными компаниями. Однако и такие документы могут иметь значительный эффект. Например, американские институциональные инвесторы активно подталкивают все американские компании к тому, чтобы соблюдать принципы корпоративного управления, изложенные в документе, принятом «Дженерал Моторз». В Бразилии и Мексике кодексы корпоративного управления являются полностью добровольными для соблюдения. В Индии и Таиланде аналогичные кодексы также являются добровольными, и их требования не включены в требования по листингу корпоративных бумаг на биржах этих стран. Однако в Малайзии, в Гонконге и в ЮАР основные требования, изложенные в кодексах корпоративного управления, включены в требования по обязательному раскрытию информации.

Поиск путей повышения эффективности деятельности Совета директоров и обеспечения контроля этого органа за деятельностью компании и ее менеджмента, составляет основу кодексов корпоративного управления/поведения в самых различных странах, в том числе и в странах с очень развитыми фондовыми рынками, делающими эффективными такие механизмы корпоративного управления, как враждебное поглощение и борьба за доверенности.

Например, бразильский кодекс рекомендует, чтобы член Совета имел следующие знания: опыт работы в совете; опыт работы в качестве главного управляющего; опыт кризисного управления; знания в области финансов; знания в области бухучета; знания в той отрасли, в которой работает компания; знание международного рынка; стратегическое видение; контакты, которые могут быть полезны компании; сочетание знаний и профессионального опыта.

Кодекс, принятый в Таиланде, предлагает следующие критерии: «Член совета директоров должен обязательно быть физическим лицом и обладать следующими характеристиками: старше 20 лет; никогда не находиться в заключении или под приговором по обвинению в преступлениях в отношении собственности; не быть уволенным с государственной службы вследствие нечестности; иметь хорошее образование, высокий стандарт знаний и опыта; соблюдать этические нормы деятельности компании; избегать конфликта интересов между компанией и ее менеджментом или крупными акционерами. Не обязательно, чтобы все члены совета директоров постоянно проживали в Таиланде».

Кодекс, принятый в Индии, предлагает ограничить для одного человека возможность быть одновременно членом советов директоров не более чем в 10 компаниях.

Кодекс, принятый в Мексике, предлагает ввести категорию патримониального директора для лиц, представляющих в Совете собственника крупного пакета акций.

Существует предположение, что руководителям корпораций можно предоставить возможность действовать в интересах акционеров. Такой образ мышления основан на убеждении, что плохо работающая компания станет объектом поглощений, угрозы которых достаточно, чтобы заставить руководителей действовать в интересах акционеров. Однако реальность не всегда подтверждает это. Вместо того, чтобы эта угроза побуждала советы директоров улучшать эффективность работы своей компании, она часто приводит к тому, что они начинают выдвигать бесчисленные средства защиты. Факты свидетельствуют о том, что рынок корпоративного контроля – не очень эффективный способ дисциплинировать руководство. Причина в том, что, если побеждают целевые акционеры, акционеры – участники торгов неизменно достигают уровня безубыточности или же теряют ценность. В связи с этим прирост показателей эффективности от поглощений довольно низок (Gugler K., 2001).

В этом отношении поглощения являются дорогостоящим и неэффективным способом смены Совета директоров. Для институциональных инвесторов более эффективным способом поощрения повышения эффективности корпоративной деятельности может быть участие в диалоге с советами директоров. Кэдбери (Cadbury) предполагает, что это изменение модели владения акциями в пользу инвестиционных институтов побудило эти институты использовать свое влияние на советы директоров. Таким образом, вместо простой продажи своих акций *выход* из компании уступает место сохранению *голосу* в ней, по мере того как акционеры стремятся повысить свою прибыль. «Гермес» (Hermes) – институциональный инвестор, базирующийся в Великобритании и активно работающий с компаниями, в которые он инвестирует. Они опубликовали «Принципы ответственного владения “Гермес”» (Hermes Responsible Ownership Principles), в которых подробно описывается, чего они ожидают от компаний, акции которых котируются на фондовой бирже, и чего эти публичные компании могут ожидать от «Гермес». Данный документ предназначен для того, чтобы создать общее понимание между советами директоров, руководителями и владельцами относительно надлежащих целей публичной компании. В нем излагается ряд ожиданий, которые, по мнению «Гермес», должны существовать между владельцами, советами директоров и руководителями. Ясно излагая свои ожидания от публичных компаний, они стремятся создать лучшую структуру общения и диалога между советами директоров и руковод-

ством, с одной стороны, и акционерами – с другой. Цель здесь заключается в том, чтобы способствовать лучшему управлению компаниями и устойчивому созданию ценности для их акционеров.

Корпоративное управление приобрело известность после ряда громких корпоративных крахов. В то же время росли разногласия по поводу того, что считалось чрезмерным уровнем оплаты для директоров и вознаграждения директоров, работающих неэффективно. За последние десятилетия Великобритания инициировала серию исследований способов улучшения корпоративного управления британскими компаниями, зарегистрированными на фондовой бирже. Эти исследования имели высокий статус, и их возглавляли опытные специалисты, подписавшиеся под итоговым отчетом. Он объединил «Отчет Кэдбери (Cadbury)», «Отчет Гринбери (Greenbury)» и «Отчет Хампеля (Hampel)». Рекомендации этих трех отчетов позже были включены в «Объединенный кодекс» (Cadbury A., 1992). Кроме того, специалистами были проведены критические обзоры, посвященные вопросам институциональных инвестиций, Закону о компаниях, управлению банками и финансовыми учреждениями и разнообразию состава советов директоров. Изучив отчет «Комитета Кэдбери» (Cadbury Committee) и последующие отчеты, можем рассмотреть проблемы реакции на корпоративные неудачи.

Комитет Кэдбери (Cadbury Committee)

Комитет по финансовым аспектам корпоративного управления, обычно называемый «Комитетом Кэдбери», сообщил о своих выводах в 1992 году. Он был назначен после краха известных британских публичных компаний, таких как «Полли Пек» (Polly Peck). Однако его компетенция была расширена для рассмотрения незаконного поведения в «Бэнк ов Кредит энд Коммерс Интернэшнал» (Bank of Credit and Commerce International, BCCI) и «Максуэлл Комьюникейшнс Корпэрэйшн» (Maxwell Communications Corporation). Спонсоры Комитета были обеспокоены тем, что отсутствие общественного доверия к финансовой отчетности и способности аудиторов обеспечить гарантии, к которым стремятся и которых ожидают пользователи отчетов компаний, подорвет репутацию Лондона как крупного финансового центра. Добровольные кодексы поведения, содержащиеся в докладе, с тех пор получили международное признание, хотя и не без критических замечаний. Некоторые утверждают, что акцент на функциях контроля и отчетности Совета директоров и роли аудиторов слишком узок, при этом упускается из виду существенная роль стейкхолдеров.

В основе рекомендаций Комитета лежит «**Кодекс лучшей практики**». Все компании, зарегистрированные на фондовой бирже Великобритании,

должны соблюдать Кодекс, а в случае несоблюдения объяснять причины. Комитет признал, что «никакая система контроля не может устранить риск мошенничества, если только не ограничит действия компаний настолько, что они не смогут конкурировать на рынке». Тем не менее в Отчете содержалась завуалированная угроза, подразумевающая, что, если компании не примут Кодекс, существует реальная возможность прибегнуть к соответствующим нормам законодательства. «Однако мы признаем, что, если компании не поддержат наши рекомендации, вполне вероятно, что для решения некоторых основных проблем, выявленных в отчете, потребуется прибегнуть к законодательным и внешним регуляторным мерам» (Cadbury A., 1992).

Некоторые из основных рекомендаций «Отчета Кэдбери» заключаются в следующем:

- Совет директоров должен проводить регулярные заседания, сохранять полный и эффективный контроль над компанией и контролировать действия исполнительного руководства;
- на верхней ступени компании должно существовать разделение сфер ответственности, которое бы гарантировало, что ни одно отдельно взятое лицо не будет иметь неограниченные полномочия при принятии решений;
- сроки действия контрактов, заключаемых с директорами, не должны превышать трех лет без одобрения акционеров.

Разделение сфер ответственности на верхней ступени компании заключалось в разделении должностей генерального директора и председателя таким образом, чтобы ни одно лицо в отдельности не имело *неограниченных полномочий по принятию решений*. Это было признанием того, что роли председателя и генерального директора различны. Делался большой акцент на «независимость неисполнительных директоров от членов исполнительного совета». В Отчете рекомендовалось, чтобы их гонорар был привязан к количеству времени, которое они посвятили работе в компании. Все перечисленные компании должны были «соблюдать» или «объяснять»; т. е. либо они соблюдают Кодекс, либо объясняют в своем годовом отчете и счетах, *почему* они не смогли этого сделать. Таким образом, делается акцент на деятельности Совета директоров, а акционерам предоставляется возможность увидеть, какие корпорации соблюдают кодекс. Общеизвестно, что из всех кодексов, посвященных вопросам корпоративного управления, «Отчет Кэдбери» оказал наибольшее влияние на развитие корпоративного управления во всем мире. Многие отчеты о корпоративном управлении, в том числе «Королевский отчет I» (King Report I) и «Королевский отчет II» (King Report II) Южной Африки при-

знают, что они в долгу перед «Кэдбери». Эти и другие отчеты, как правило, используют «Отчет Кэдбери» в качестве общей канвы, но адаптируют детали к потребностям своей страны.

«Комитет Хампеля» (Hampel Committee)

«Комитет Хампеля» был создан для рассмотрения «Отчета Кэдбери» и «Отчета Гринбери» по вопросам вознаграждения директоров. «Комитет Хампеля» не увидел непоследовательности в несоблюдении некоторых рекомендаций «Отчета Кэдбери», таких как, к примеру, разделение ролей председателя и главного исполнительного директора, утверждая, что в большинстве случаев эти рекомендации будут уместны, но не во всех. В таких случаях, по мнению «Комитета Хампеля», репутации компании будет нанесен ущерб, если ее объяснение несоблюдения требований будет с ходу отвергнуто. «Отчет Хампеля» подтвердил, что увеличение сверхурочных инвестиций акционеров является первостепенной целью компаний, но подтвердил это, повторяя, что процветание бизнеса подразумевает совместную работу многих экономических субъектов. Таким образом, директора могут выполнять свои обязательства перед акционерами и получать долгосрочную ценность для акционеров, только развивая и поддерживая отношения со стейкхолдерами. Компании должны помнить о своей ответственности, но это должно быть сформулировано в рамках структур и принципов, позволяющих бизнес-предприятиям расти и процветать. В «Отчете Хампеля» утверждалось, что предыдущие отчеты возлагали слишком большое бремя на организации, как было сформулировано, «ради галочки», в ущерб функции создания богатства, хотя большинство выводов обоих комитетов данный отчет поддержал.

Другие кодексы корпоративного управления

После «Отчета Кэдбери» появилось огромное количество кодексов корпоративного управления (Mallin C., 2016). Объединенный кодекс, опубликованный в 1998 году, собрал воедино рекомендации «Отчетов Кэдбери, Гринбери и Хампеля» (Hampel R., 1998). Он действует по формуле «соблюдай или объясняй», введенной «Кэдбери». Основное внимание уделяется компаниям и институциональным инвесторам. Ожидается, что директора будут проводить ежегодный обзор эффективности системы внутреннего контроля организации и отчитываться перед акционерами по факту того, что они это сделали. «Отчет Майнерса» (Myners Report), опубликованный в 2001 году и обновленный в 2008 году, посвящен институциональным инвестициям. Согласно этому отчету, ожидается, что институциональные инвесторы будут проявлять большую активность как акционеры, особенно при работе с компаниями, показывающими

ми результаты низкой эффективности. После финансового кризиса 2009 года вышел «Обзор Уокера» (Walker Review). Сэр Дэвид Уокер (Sir David Walker) рекомендовал провести масштабные реформы для усиления системы управления в британских банках и повышения раскрытия информации о заработной плате (Walker D., 2009).

В 2008 году Совет по финансовой отчетности (СФО) опубликовал обновленный вариант Объединенного кодекса, в котором было снято ограничение, запрещающее физическому лицу возглавлять более одной компании из списка FTSE 100. В 2010 году Объединенный кодекс стал «Кодексом корпоративного управления Великобритании». Это был пересмотренный вариант Объединенного кодекса, и в нем был сохранен центральный принцип управления «соблюдай или объясняй». В 2014 году «Кодекс корпоративного управления Великобритании» подвергся очередному пересмотру. На этот раз основное внимание уделялось балансу информационных потребностей инвесторов и соответствующих требований к отчетности, предъявляемых компаниям.

Высказывалась некоторая озабоченность по поводу отсутствия разнообразия в зале заседаний Совета директоров, особенно подчеркивалось недостаточное представительство женщин. Лорда Дэвиса (Lord Davies) попросили определить барьеры, которые могли бы помешать женщинам попасть в зал заседаний Совета директоров. Его первоначальный отчет был опубликован в 2011 году, а в 2012 году он был пересмотрен, в последующем публиковались ежегодные отчеты (Davies E.M., 2011). Ключевая рекомендация «Отчета Дэвиса» (Davies) заключается в том, что компании из списка FTSE 100 должны стремиться к тому, чтобы к 2015 году в Совете директоров было не менее 25% женщин. В феврале 2011 года на заседаниях советов директоров FTSE 100 насчитывалось 12,5% женщин. К 2015 году этот показатель вырос до 26,1% (Davies E.M., 2011).

Роль директоров без исполнительных полномочий

Крах «Энрон» (Enron), бывшего гиганта в сфере торговли энергоресурсами, был ощутим далеко не только для владельцев корпорации. Пропали инвестиции акционеров и пенсионные сбережения сотрудников, и 21 000 человек потеряли работу. «Энрон», когда-то седьмая по величине компания в США, объявила о своем банкротстве в декабре 2001 года с долгами более чем 18 миллиардов долларов. Она скрывала эти растущие долги с помощью ряда сложных финансовых операций. Крах компании уничтожил более 60 миллиардов долларов рыночной ценности. Было время, когда аналитики восхваляли «Энрон» как новую бизнес-модель; она была признана самой уважаемой инно-

вационной компанией США. Использование генеральным директором учета от рынка к рынку позволяло «Энрон» регистрировать потенциальную будущую прибыль в день подписания сделки, независимо от того, сколько денег было фактически реализовано. Так, например, «Энрон» потеряли 1 миллиард долларов на электростанции в Индии, но исполнительным директорам компании были выплачены многомиллионные бонусы на основе прибыли, которая так и не материализовалась. Ясно, что «кончина» «Энрон» во многом была вызвана неадекватными проверками со стороны внешних аудиторов компании «Артур Андерсен» (Arthur Andersen) и слабыми системами контроля внутри компании. Аманда Мартин-Брок (Amanda Martin-Brock), бывший руководитель «Энрон», сказала, что фатальным недостатком «Энрон» была «гордость, затем высокомерие, нетерпимость и жадность».

В Великобритании такое отсутствие подотчетности привело к созданию «Отчета Хиггса», задачей которого было рассмотрение *роли и эффективности неисполнительных директоров*. Десятилетием ранее «Комитет Кэдбери» (Cadbury Committee) заявил, что директорам без исполнительных полномочий требуется проявлять независимость суждений, если они хотят эффективно выполнять свою роль. Крах «Энрон» поставил под сомнение модель эффективных неисполнительных директоров, оспаривающих решения исполнительного Совета директоров. Слишком часто роль неисполнительных директоров воспринималась как не более чем «штамповка» решений, принимаемых исполнительными директорами.

Рекомендации «Отчета Хиггса» включали следующее:

- директора без исполнительных полномочий должны собираться как группа не реже одного раза в год без присутствия исполнительных директоров;
- Совет директоров должен информировать акционеров, почему они считают, что какое-либо лицо должно быть назначено неисполнительным директором, и как кандидаты соответствуют требованиям этой роли;
- штатный исполнительный директор не должен держать при себе более одного неисполнительного директора или становиться председателем крупной корпорации.

Эти и другие рекомендации были направлены на ужесточение роли неисполнительных директоров в их подотчетности акционерам. Хотя Великобритания воздержалась от применения законодательных мер, США были менее сдержанны; они приняли масштабный по своему охвату закон, так называемый «Закон Сарбейнса–Оксли» (Sarbanes–Oxley). Крах «Энрон» вызывает особую тревогу, учитывая богатый опыт директоров без исполнительных полномочий,

входивших в Совет директоров. Среди них был бывший член кабинета министров Великобритании и министр энергетики лорд Уэйкхэм (Lord Wakeham). Крах «Энрон» и «УелдКом» (WorldCom) дал правительству США понять, что режим самоуправления в Штатах не работает должным образом. Было совершенно очевидно, что он оказался неспособен справиться с разгулом корпоративной жадности. Интересна роль неисполнительных директоров в «Энрон». Их высокие зарплаты (каждому платили не менее 350 000 долларов), длительный срок пребывания в должности (в среднем он составлял 17 лет) и отсутствие комитета по назначениям, который мог бы обеспечить прозрачность, должны были вызывать беспокойство и раньше (Monks R. & Minow N., 2011).

Крах крупного инвестиционного банка США «Леман Бразез» (Lehman Brothers) был результатом того же высокомерия и жадности, как те, что привели к краху «Энрон». Можно было бы спросить: какие уроки были извлечены из опыта «Энрон» и где были сдержки и противовесы в системе, чтобы предотвратить такой крах? Бывший канцлер казначейства **Алистер Дарлинг** (Alistair Darling) задается вопросом, почему все более безрассудные кредиты никогда не проверялись советами директоров банков. Он признает, что это сложно, когда прибыль стремительно растет, а вам нужно бросить вызов тому, кого вы знаете и любите, но, в конечном счете, это то, что советы директоров и должны делать (Darling A., 2012).

Закон Сарбейнса–Оксли (Sarbanes–Oxley) называли по-разному: «рефлекторной реакцией», «образчиком плохо составленного закона», возможно, даже «галочками до бесконечности». Более глубокий вопрос, который закон Сарбейнс–Оксли (Sarbanes–Oxley) не затрагивает, заключается в том, можем ли мы (или действительно должны ли) издавать законы для регулирования человеческой жадности. Закон Сарбейнса–Оксли (Sarbanes–Oxley) был принят Конгрессом США в июле 2002 года. Он был предложен конгрессменом-республиканцем Майклом Г. Оксли (Michael G. Oxley) и сенатором-демократом Полом Сарбейнсом (Paul Sarbanes). Он стремится исправить несовершенства рынка путем введения правил раскрытия финансовой информации и усовершенствования механизмов исполнения законодательства.

Основные рекомендации закона Сарбейнса–Оксли следующие:

- руководители теперь должны лично удостоверить точность счетов компании – это вопрос, беспокоящий корпорации, желающие зарегистрироваться на фондовой бирже Нью-Йорка, и может объяснить утечку средств в Лондон;
- более высокий стандарт для членов Совета директоров, входящих в комитет по аудиту;

- предотвращение выдачи кредитов руководителям;
- дальнейшие уголовные и гражданские санкции за махинации с ценными бумагами.

Бывший министр финансов США **Генри Полсон** (Henry Paulson) заявил, что, если мы не хотим, чтобы рынки капитала США оказались в невыгодном положении, их режим регулирования должен более чутко реагировать на изменения, происходящие на рынке. Американские корпорации обеспокоены тем, что сейчас они слишком сильно вовлечены в регулирование. Однако финансовый кризис, спровоцированный крахом крупных финансовых институтов, на самом деле может свидетельствовать о том, что такие институты нуждаются в более жестком регулировании.

1.7. Чрезмерная оплата за исполнительные полномочия

Беспокойство по поводу чрезмерной оплаты труда руководителей – вечная проблема. Однако дело не в высоких зарплатах как таковых, а в разнице между справедливой оплатой труда и чрезмерной компенсацией. В Великобритании в «**Отчете Гринбери**» рассматривались опасения инвесторов по поводу чрезмерной оплаты труда директоров (Greenbury R., 1995). Это последовало за огромным повышением заработной платы руководителей недавно приватизированных коммунальных предприятий Великобритании. В то время эти главные исполнительные директора получили прозвище «*жирные коты*», или *толстосумы*. Их роль и обязанности после приватизации оставались такими же, как и до нее; единственная заметная разница заключалась в существенном увеличении их заработной платы. Акционеры и институциональные инвесторы все чаще заявляют о том, что здесь, на их взгляд, имеет место вознаграждение даже за плохие результаты работы, и ставятся слишком простые цели по премиальным надбавкам. Есть свидетельства того, что мнения акционеров не учитываются. В 2016 году почти 60% акционеров проголосовали против выплаты 14 миллионов фунтов стерлингов генеральному директору «Бритиш Петролеум». Это был год, когда компания сообщила о рекордных убытках, сократила тысячи рабочих мест и заморозила зарплату своим сотрудникам (Macalister T. et al., 2016).

Вопрос не всегда сводится к слишком легкодостижимым целям, но иногда это просто вопрос: сколько же будет достаточно? Например, в 2016 году сэра Мартин Соррелл (Sir Martin Sorrell), генеральный директор глобальной маркетинговой группы «Уайе энд Пластик Продактс» (WPP), получил

48,1 миллиона фунтов стерлингов в виде общей суммы заработной платы, премиальных и выплат по схеме поощрения. Вознаграждение, присужденное последнему, было назначено в рамках скандальной схемы «Большого прыжка», разработанной «Уайе энд Пластик Продактс» (WPP), все это означает, что с 2012 года Соррелл получил около 210 миллионов фунтов стерлингов общего вознаграждения. В 2015 году он получил 70,4 миллиона фунтов стерлингов, против чего выступила треть акционеров компании на ежегодном общем собрании (ЕОС) (Sweney M., 2017). Прежде чем уйти в отставку в апреле 2018 года, Соррелл (Sorrell) подвергся ряду протестов, и на ЕОС «Уайе энд Пластик Продактс» (WPP) акционеры голосовали против него. Однако в отличие от многих других генеральных директоров, Мартин Соррелл (Martin Sorrell) с нуля отстроил «Уайе энд Пластик Продактс» (WPP) и превратил ее в успешную компанию.

Соррелл основал «Уайе энд Пластик Продактс» (WPP) в 1985 году, когда на взятые в долг 250 000 фунтов стерлингов он купил долю в компании «Уайе энд Пластик Продактс» (Wire & Plastic Products), производителе корзин для покупок. Благодаря серии хорошо продуманных приобретений, эта компания стала крупнейшей в мире маркетинговой и рекламной группой. Фактически акционеры, остававшиеся в группе с момента ее основания, значительно увеличили свои первоначальные инвестиции. Неудивительно, что Соррелл защищал правомерность своих вознаграждений, указывая на то, что он посвятил три десятилетия своей жизни превращению «Уайе энд Пластик Продактс» (WPP) из производителя проволочных корзин в глобальный маркетинговый бизнес с рыночной стоимостью в миллиарды фунтов стерлингов. «Я не новичок, не “недавно появившийся Джонни”, который так просто взял компанию и улучшил ее финансовое состояние [ради большой зарплаты], – сказал он. – За этот 31 год... я брал на себя серьезные риски. [“Уайе энд Пластик Продактс” (WPP)] – источник моего благосостояния. Это долгие усилия, прилагавшиеся в течение длительного периода времени». Можно также отметить, что, по сравнению с его американскими коллегами, зарплата Соррелла может показаться скромной.

По мере того, как организации по всему миру пытаются справиться с глобальной пандемией коронавируса, можно пронаблюдать, вызвала ли пандемия снижение заработной платы генеральных директоров. Если мы посмотрим на компании из списка FTSE 100, то обнаружим, что только 36 из этих 100 крупнейших компаний Великобритании сократили заработную плату своим руководителям, чтобы помочь своей компании справиться с пандемией коронавируса и экономическим кризисом. Исследование, проведенное

Институтом экономической политики, показало, что высшие руководители зарабатывают более чем в 300 раз больше, чем среднестатистический работник (Mishel L. & A. Davis A., 2015). Эта разница со временем существенно увеличилась. В 1965 году в США руководители крупных компаний зарабатывали в 20 раз больше, чем среднестатистический работник. В 1978 году этот разрыв вырос до 29 раз. К 1989 году разница удвоилась, и заработная плата руководителей в 58 раз превышала зарплату среднестатистического работника, а в 1990-х годах резко выросла до 376 раз. Финансовый кризис 2008 года привел к падению вознаграждений генеральных директоров, а это означало, что соотношение зарплаты генерального директора к зарплате работника также упало. В 2014 году соотношение выплат генерального директора и работника восстановилось и составило 303/1.

В 2019 году соотношение выплат генерального директора и обычного работника составляло 320/1 по фактическому показателю заработной платы генерального директора; наблюдался рост с 293/1 в 2018 году и значительное увеличение по сравнению с показателями 21/1 в 1965 году. Институт экономической политики использует в своих расчетах «реализованную» меру выплат генерального директора, в которой учитывается вознаграждение по акциям при их передаче и опционы на акции при их обналичивании, а не просто назначаемая заработная плата. Передача акций – это процесс, с помощью которого генеральный директор вознаграждается акциями или опционами на акции, но полные права на них получает в течение установленного периода времени.

Вопрос, на который исследователи пытаются ответить, заключается в том, является ли высокое вознаграждение главных исполнительных директоров результатом их таланта или же их возможности получать *экономическую ренту*. **Экономическая рента** представляет собой разницу между минимальной ценой, которую может принять продавец, и рыночной ценой. Экономическая рента для руководителей – это разница между минимальным вознаграждением, которое они хотели бы получить, и тем, что фактически платит рынок. Это подразумевает выплаты сверх того, что потребовал бы генеральный директор за свое пребывание на этой должности. Исследователи пришли к выводу, что «высокая заработная плата генеральных директоров отражает ренту и концессионные выплаты, которые генеральные директора могут извлекать из экономики не в силу своего вклада в экономический результат, а в силу своего положения». В результате заработная плата генерального директора может быть снижена без ущерба для экономики. Еще один вывод по повышению заработной платы руководителей заключается в том, что эти выплаты

отражают доход, который в противном случае достался бы другим. Другими словами, чрезмерная сумма, которую зарабатывает руководство компаний, означает, что денег для повышения заработной платы другим сотрудникам просто нет (Bivens J. & Lawrence M., 2013).

Беспокойство по поводу слишком высоких выплат генеральным директорам разделяют не только акционеры. Бывший генеральный директор и председатель «Дженерал Электрик» (GE) Джеффри Иммельт (Jeffrey Immelt) призывает бизнес-лидеров следить за тем, чтобы их заработная плата не сильно превышала зарплату их высшего управленческого персонала.

Согласно анализу заработной платы руководителей, только 36 из 100 крупнейших компаний Великобритании сократили заработную плату своим руководителям, чтобы помочь компании справиться с пандемией коронавируса и экономическим кризисом, анализ также показал, что каждый генеральный директор из списка FTSE 100 в настоящее время получает в среднем ту же сумму выплат, что почти 120 штатных сотрудников.

Исследование Королевского института персонала и развития (CIPD) и Центра высокой заработной платы показывает, что большинство компаний из списка FTSE 100 не сократили заработную плату высшему руководству, несмотря на то, что многие компании обратились к средствам налогоплательщиков, чтобы выплатить заработную плату уволенным работникам или отправленным в отпуск без содержания. В их отчете говорится, что из 36 компаний, которые действительно сократили зарплату генеральным директорам, принятые меры были «поверхностными или краткосрочными». Выяснилось, что 14 компаний сократили зарплаты боссов на 20%, но отметили, что «зарплата обычно составляет лишь небольшую часть общих выплат, получаемых генеральными директорами компаний из списка FTSE 100». Это обусловлено тем, что большинство генеральных директоров зарабатывают гораздо больше денег на премиальных выплатах и схемах долгосрочных операций с акциями, чем они получают в виде базовой заработной платы.

«Ни одна из 36 компаний не пошла на сокращение долгосрочного плана поощрения акциями (LTIP) своего генерального директора, выплаты по которому обычно составляют половину общего пакета вознаграждения генерального директора», – говорится в Отчете. Также было добавлено, что 11 компаний из списка FTSE 100 отменили премиальные выплаты для своих руководителей. Питер Чиз (Peter Cheese), исполнительный директор Королевского института персонала и развития (CIPD), профессионального органа по управлению кадрами и развитию персонала, сказал: «Похоже, что пандемия еще не стала

переломным моментом в оплате труда руководителей. Большинство сокращений выплат, предпринятые до сих пор, кажутся краткосрочными и не означают значимых долгосрочных изменений». Чиз сказал, что существует «несоответствие» между огромными пакетами вознаграждения, присуждаемыми генеральным директорам, «и их реальным вкладом в долгосрочные показатели эффективности работы компании. Слишком большая доля выплат генеральным директорам зависит от изменчивой конъюнктуры фондового рынка, и недостаточно весомая – от того, являются ли они ответственными хранителями бизнеса для всех стейкхолдеров, включая, конечно же, работников, которые создают долгосрочную ценность».

В Отчете делается предупреждение, что заоблачная зарплата генеральных директоров может оказаться «особенно спорным вопросом в случае компаний, получивших государственную поддержку». Выяснилось, что в связи с пандемией коронавируса 19 компаний из списка FTSE 100 воспользовались программой сохранения рабочих мест (JRS) или кредитной схемой корпоративного финансирования (CCFF). Тим Штайнер (Tim Steiner), исполнительный директор компании по доставке товаров из супермаркетов «Окадо» (Ocado), не получившей государственной поддержки, был назван самым высокооплачиваемым генеральным директором Великобритании, набрав сумму выплат 58,7 миллионов фунтов стерлингов за год на конец марта 2019 года (последний доступный показатель).

Штайнер (Steiner), который собрал большую часть суммы от сделок с акциями по долгосрочному плану поощрения акциями (LTIP), получил в 1935 раз больше средней зарплаты штатного британского работника (24 897 фунтов стерлингов). «Среднестатистическому работнику, работающему полный рабочий день, потребуется около восьми лет, чтобы заработать столько, сколько Штайнер (Steiner) мог бы заработать за один день», – отмечается в ежегодном Отчете по самым высоким зарплатам. Еще пять компаний – «АстраЗенека» (AstraZeneca), «Диаджео» (Diageo), «Англо-Американ» (Anglo American), «Бритиш Петролеум» (BP) и «Экспериан» (Experian) – заплатили своим генеральным директорам более 10 миллионов фунтов стерлингов. В среднем руководители компаний из списка FTSE 100 получили пакет заработной платы в размере 3,61 миллиона фунтов стерлингов, что в 119 раз превышает средний заработок британского работника, работающего полный рабочий день. Средняя заработная плата генерального директора компании из списка FTSE 100 немного снизилась (на 0,5%) по сравнению с показателем 3,63 миллиона фунтов стерлингов, полученным в 2018 году.

Люк Хилдьярд (Luke Hildyard), директор аналитического Центра высокой заработной платы, сказал: «Очень высокая заработная плата генеральных директоров подрывает дух солидарности, который многие компании пытаются продемонстрировать, борясь с воздействием на экономику пандемии коронавируса. Если говорить более прагматично, то вознаграждения, исчисляемые миллионами фунтов стерлингов, в 100 раз превышающие заработную плату обычного работника, кажутся неуместной расточительностью в период такой экономической неопределенности. Если мы хотим сохранить как можно больше рабочих мест и обеспечить низкооплачиваемым работникам, которые помогли стране пережить этот кризис, повышение заработной платы, которого они заслуживают, нам нужно будет переосмыслить баланс оплаты труда между теми, кто наверху, и всеми остальными».

В Отчете содержится призыв устанавливать заработную плату «более демократичным образом», назначив представителя рабочих в комитеты, определяющие заработную плату генеральных директоров.

Иммельт (Immelt) считает, что если мы хотим сохранять мотивацию сотрудников и избегать чрезмерных вознаграждений, то зарплата генеральных директоров должна не во много раз превышать зарплату их 25 самых старших руководителей. Он утверждает, что здесь уместно было бы обсудить показатель: в 5 раз выше, чем то, что зарабатывают старшие руководители. Однако показатель «в двадцать раз выше» он расценивает как безумие. Его собственная зарплата в 2–3 раза превышала зарплату 20 его высших руководителей.

Является ли ответом реформа корпоративного управления?

О’Салливан (O’Sullivan) предлагает три разных точки зрения на реформу корпоративного управления (Friedman M., 1962). Первая заключается в том, что существующая система корпоративного управления, возможно, нуждается в некотором пересмотре, но лишь поверхностно. Согласно второй, необходимо изменить систему корпоративного управления, предполагающую преимущественное право акционеров, но при этом акционеры все равно остаются в центре внимания. Согласно третьей, преимущественное право акционеров как таковое, ставится под вопрос.

Сторонники незначительных изменений в существующей системе утверждают, что не нужно устраивать дебаты о цели корпорации. Они видят надлежащую роль корпораций в максимизации ценности для акционеров (Lewis M., 2011). С этой точки зрения корпоративное управление в реальном мире не безупречно, но случаи краха корпораций, таких как «Энрон», «Леман Бразез» (Lehman Brothers) и Королевский банк Шотландии (RBS), следует рассма-

тривать как статистические выбросы, а не как системную проблему. Однако отказ правительств США и Великобритании не допустить краха банковских учреждений можно рассматривать не как решение, а как симптом глубоко дисфункциональной финансовой системы. Фирмы с Уолл-Стрит, пренебрегавшие необходимостью государственного регулирования в годы бума, больше всего настаивали на том, чтобы правительство спасло их от краха во время финансового кризиса. Успех рассматривался как индивидуальное достижение, а неудача – как социальная проблема (Kakabadse A. & Kakabadse N., 2001).

Сторонники второй точки зрения утверждают, что реформы должны быть более радикальными. Хотя эти реформаторы возлагают некоторую долю вины на аудиторов и регулирующие органы, они указывают, что в данном случае сами механизмы управления потерпели неудачу. Однако эта точка зрения не ставит под сомнение преимущественное право акционеров. Сторонники третьей точки зрения задаются вопросом: в чьих интересах следует управлять деятельностью корпораций? То, что корпорации должны работать сугубо в интересах акционеров, не кажется им само собой разумеющимся. **Эндрю и Нада Какабадзе** (Andrew & Nada Kakabadse) утверждают, что погоня за интересами акционеров ведет к постоянно растущему социальному неравенству (2001). Они полагают, что дебаты по вопросам управления только выиграли бы, если бы их проводили не на корпоративном уровне, а на общественном или политическом. Эта точка зрения исходит из их убеждения, что ключевые проблемы, связанные с управлением, – это, скорее, проблемы социального неравенства, а не экономических показателей.

В Великобритании и США в дискуссиях о корпоративном управлении акционеры неизменно ставятся выше стейкхолдеров, таких как сотрудники и поставщики. **Джон Армор** с соавт. (John Armour et al.) отмечают, что и закон Сарбейнса–Оксли (Sarbanes–Oxley) в США, и «Отчет Хиггса» в Великобритании полностью игнорируют интересы стейкхолдеров в пользу дальнейшего укрепления ответственности компаний перед акционерами. Они провели исследование институтов корпоративного управления в Великобритании и обнаружили, что «некоторые основные институты – положения о поглощениях, кодексы корпоративного управления и закон, касающийся фидуциарных обязанностей директоров, действительно в значительной степени ориентированы на акционеров» (Armour J. et al., 2003). На основе своего анализа институтов Великобритании они отвергают заявление некоторых авторов о том, что фундаментальные вопросы корпоративной собственности были решены в пользу модели ценности для акционеров (Hansmann H. & Kraakman R.H., 2001).

Те, кто принимает модель корпоративного управления с учетом интересов стейкхолдеров, признают центральную роль корпорации в создании богатства, но видят это в более широком контексте удовлетворения потребностей различных категорий стейкхолдеров. Принимая роль корпорации как движущей силы экономического процветания и социального благополучия, они утверждают, что это создание богатства требует активного участия всех стейкхолдеров. Следовательно, интересы всех стейкхолдеров, включая общество, должны приниматься во внимание при принятии корпорацией стратегических решений, в том числе при распределении богатства, которое эти стейкхолдеры помогли создавать. Те, кто принимает модель корпоративного управления, закрепляющую преимущественное право акционеров, считают, что корпорации являются главными двигателями роста в промышленно развитых обществах и что сосредоточение внимания на стейкхолдерах, потребности многих из которых противоречивы, приводит к нерациональному распределению ресурсов, и, в конечном счете, меньше помощи будет оказываться тем членам общества, которые, возможно, в этом больше всего нуждаются. Это может вылиться в повышение цен для потребителей и/или снижение доходов, которые акционеры могли бы получить (Кау J., 2015).

Сделаем некоторые выводы.

«Корпоративное управление» как дисциплина находится в постоянном движении. Споры вокруг проблем корпоративного управления сводятся к тому, должны ли корпорации управляться в интересах акционеров или в интересах стейкхолдеров. Те, кто утверждает, что корпорации должны управляться в интересах акционеров, ссылаются на тот факт, что акционеры являются владельцами корпорации, и на карту ставятся их деньги. Те, кто склоняется в сторону стейкхолдеров в данном вопросе, не убеждены, что стейкхолдеры – это просто средство достижения цели. Они утверждают, что поставщики, клиенты, сотрудники и, да, акционеры – все должны иметь возможность участвовать в определении стратегического направления корпорации.

После краха крупных организаций в Великобритании был введен ряд кодексов поведения; все они направлены на усиление ответственности перед акционерами. Закон Сарбейнса–Оксли (Sarbanes–Oxley) был введен в США после краха многонациональной корпорации «Энрон» (Enron), занимающейся торговлей энергоносителями. Крах крупных финансовых институтов, таких как «Леман Бразез» (Lehman Brothers), повлек за собой волнения на мировых финансовых рынках. Простительно было бы ожидать, что этот цикл просто

повторится, если организации не извлекут для себя должные уроки. Мысль о том, что крупные банки *слишком велики, чтобы потерпеть неудачу*, и должны поддерживаться за счет государственного вмешательства, не учитывает тот факт, что это поощряет принятие необоснованных рисков. Интересно будет наблюдать за развитием корпоративного управления и следить, каким направлением следуют корпорации. Также интересно будет посмотреть, смогут ли регулирование и кодексы поведения когда-либо стать эффективными средствами против погони за корыстными целями.

Литература к главе 1

1. Корпоративное управление: учебное пособие для бакалавров / С.В. Кузнецов, Ю.И. Растова, Ю.П. Тютиков. СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2013.
2. Abrahamsson B. and Brostrom A. The Rights of Labor. Beverly Hills, CA: Sage, 1980.
3. Acemoglu D., Johnson S. and Robinson J.A. The colonial origins of comparative development: An empirical investigation // American Economic Review. 2001. 91 (5): 1369–1401.
4. Allen W.T. The Corporate Director's Fiduciary Duty of Care and the Business Judgement Rule under U.S // Corporate Law. Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research / Eds. K.J. Hopt, E. Wymeersch and S. Prigge. Oxford, Clarendon Press, 1998.
5. Amsden A. The Rest: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies. Oxford: Oxford University Press, 2001.
6. Anthony E. Henry. Understanding Strategic Management. Fourth Edition. Oxford University press, 2021.
7. Armour J., Deakin S. & Konzelmann S.J. Shareholder primacy and the trajectory of UK corporate governance // British Journal of Industrial Relation. 2003.
8. Baukol R. (2002). Corporate governance and social responsibility [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cauxroundtable.org>.
9. Bendix R. Work and Authority in Industry: Ideologies of Management in the Course of Industrialisation. Berkley: University of California Berkley, 1956.
10. Berle A.A. & Means G.C. The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, 1932.
11. Berle A.J. and Means G. The Modern Corporation and Private Property. New York, Harcourt Brace, 1968.

12. Bivens J. & Lawrence M. The pay of corporate executives and financial professionals as evidence of rents in top 1 percent incomes. Economic Policy Institute. 2013.
13. Blasco M. and Zolner M. Corporate social responsibility in Mexico and France: Exploring the role of normative institutions // *Business and Society*. 2010.
14. Bowman E.H. and Helfat C.E. Does corporate strategy matter? // *Strategic Management Journal*. 2001. № 22 (1): 1–23.
15. Bruce A., Skovoroda R., Fattorusso J. and Buck T. Executive bonus and firm performance in the UK // *Long Range Planning*. 2007. № 40 (3): 280–294.
16. Cadbury A. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. Gee & Co. Ltd, 1992.
17. Cadbury A. Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View, Oxford University Press, 2002. С. 1.
18. Campbell A., Goold M., Alexander M. Corporate strategy: the quest for parenting advantage // *Harv Bus Rev*. 1995. № 73 (2): 120–132.
19. Campbell A., Goold M. & Alexander M. The value of the parent company // *California Management Review*. 1995. № 1.
20. Campbell A., Whitehead J., Alexander M. & Goold M. Strategy for the Corporate Level, Jossey-Bass, 2014.
21. Capron L. and Guillen M. National corporate governance institution and post-acquisition target reorganization // *Strategic Management Journal*. 2009. № 30 (8): 803–833.
22. Carroll A.B. The pyramid of corporate social responsibility: towards the moral management of organizational stakeholders // *Business Horizons*. 1991.
23. Carroll A.B. & Buchholtz A.K. *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management*, Thomson Learning, 2000.
24. Charan R. *Boards at Work: How Corporate Boards Create Competitive Advantage*. San Francisco, Jossey-Bass, 1998.
25. Charan R. and Tichy N.M. *Every Business is a Growth Business*. New York: Times Books/Random House, 1998.
26. Charkham J. *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*. Oxford: Oxford University Press, 1994.
27. Cioffi J.W. Governing globalization? The state, and structural change in corporate governance // *Journal of Law and Society*. 2000. № 27 (4): 572–600.
28. Combs J.G., Ketchen D.J., Perryman A.A. and Donahue M.S. The moderating effect of CEO power on the board composition-firm performance relationship // *Journal of Management Studies*. 2007. № 44 (8): 1299–1323.

29. Colvin G. Who's to blame at BP? // *Fortune*. New York. 2010. № 162: 60.
30. Confino Jo. Unilever's Paul Polman: challenging the corporate status quo // *The Guardian*. 2012.
31. Cyert R.M. & March, J.G. *A Behavioural Theory of the Firm*, Prentice Hall, 1963.
32. Darling A. *Back from the Brink*. Atlantic Books, 2012.
33. Davies E.M. *Women on Boards* // BIS, 2011.
34. Davis G.F. and Useem M. Top management, company directors, and corporate control // A. Pettigrew, H. Thomas and R. Whittington (eds.), *Handbook of Strategy and Management*. London: Sage, 2002. P. 233–259.
35. Demb A. & Neubauer F. *The Corporate Board: Confronting the Paradoxes*, Oxford University Press, 1992.
36. Evans P. *Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation*. Princeton. NJ: Princeton University Press, 1995.
37. Evans P. and Rauch R. Bureaucracy and growth: A cross-national analysis of the effects of “Weberian” state structures on economic growth // *American Sociological Review*. 1999. № 64 (5): 748–765.
38. Financial Reporting Council (2014, September). *The UK Corporate Governance Code* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf
39. Fitzroy P., Hulbert J.M. and O`Shannassy T. *Strategic management: the challenge of creating value*. 3rd edition, 2016.
40. Fligstein N. and Choo J. Law and corporate governance // *Annual Review of Law and Social Science*. 2005. № 1: 61–84.
41. Freeman R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, 1984.
42. Friedman M. *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press, 1962. P. 133.
43. Friedman M. The social responsibility of business is to increase its profits // *New York Times*, 1970.
44. Garrett G. *Partisan Politics in the Global Economy*. New York: Cambridge University Press, 1998a.
45. Garrett G. Global markets and national politics: Collision course or virtuous circle? // *International Organization*. 1998b. № 52 (4): 787–824.
46. Goold M., Campbell A. and Alexander M. *Corporate Level Strategy*. New York, Wiley, 1994.

47. Grade D. No more board games // McKinsey Quarterly. 1999. № 3: 17–25.
48. Crane A. & Matten D. Business Ethics. Oxford University Press, 2007.
49. Greenbury R. Directors' Remuneration. Gee & Co. Ltd, 1995.
50. Guerrero F. Welch condemns share price focus. Financial Times, 2009.
51. Gugler K. Corporate Governance and Economic Performance. Oxford University Press, 2001.
52. Guillen M.F. Models of management: Work, authority, and organization in a comparative perspective. University of Chicago Press, 1994.
53. Hall P. and Soskice D. Varieties of capitalism and institutional complementarities // Institutional Conflicts and Complementarities. Springer US, 2003. P. 43–76.
54. Hambrick D.C. and Jackson E.M. Outside directors with a stake: The linchpin in improving governance // California Management Review. 2000. № 42 (4): 108–127.
55. Hamilton G.G. and Biggart N.W. Market, culture, and authority: A comparative analysis of management and organization in the Far East // American Journal of Sociology. 1988. № 94 (Supplement): 52–94.
56. Hampel R. Final Report: Committee on Corporate Governance; Combined Code, Principles of Corporate Governance, Gee & Co. Ltd, 1998.
57. Hansmann H. The Ownership of Enterprise. Cambridge, MA: Belknap, 1996.
58. Hansmann H. and Kraakman R. The end of history for corporate law // Georgetown Law Journal. 2001. № 89: 439–468.
59. Heidrick & Struggles. European Corporate Governance Report, 2014. 2014a, February 12 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.heidrick.com/Knowledge-Center/Publication/European-Corporate-Governance-Report-2014-Towards-Dynamic-Governance
60. Hendry K.P., Kiel G.C. and Nicholson G. How boards strategies: A strategy as practice view // Long Range Planning. 2010. № 43 (1): 33–56.
61. Hicks A.M. Social Democracy and Welfare Capitalism: A Century of Income Security Politics. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1999.
62. Hilmer F.G. Strictly Boardroom. Melbourne, Information Australia, 1998.
63. Jensen M.K. & Meckling W.H. The theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics. 1976. № 3.

64. Jensen M. *The Market for Corporate Control // The Modern Theory of Corporate Finance*. C. W. Smith, McGraw-Hill, 1990.
65. Jensen M. *Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function*, McGraw-Hill Irwin, 2005.
66. Judt T. *Postwar: A History of Europe since 1945*. London: Heinemann, 2005.
67. Kakabadse A. & Kakabadse N. *The Geopolitics of Governance: The Impact of Contrasting Philosophies*, Palgrave, 2001.
68. Kay J. *The Truth about Markets // Penguin*, 2004.
69. Kay J. (2010). Putting the “American business model” in its place [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.opendemocracy.net/openconomy/john-kay/putting-american-business-model-in-its-place>
70. Kay J. *Other People’s Money*, Profile Books, 2015.
71. Kiel G.C. and Nicholson G. *Boards That Work*. North Ryde, Australia, McGraw-Hill, 2003.
72. Kroll M., Walters B. and Le S. The impact of board composition and top management team ownership structure on post-IPO performance in young entrepreneurial firms // *Academy of Management Journal*. 2007. № 50 (5): 1198–1216.
73. Kruhler M., Pidum U., Rubner H. First do no harm: how to be a good corporate parent. BCG Report, 2012.
74. Kuhne K. and Sadowski D. *Scandalous co-determination, Corporate Governance and Business Ethics*. Netherlands: Springer, 2011. P. 75–87.
75. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R.W. Law and finance // *Journal of Political Economy*. 1998. № 106 (6): 1113–1155.
76. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate ownership around the world // *Journal of Finance*. 1999. № 54 (2): 471–517.
77. Laurence Fletcher. Hedge funds join the hunt for the ESG “factor” // *Financial Times*. 2019.
78. Laurence Fletcher. Ethical CSR focus triggers hostile investor activism, study finds // *Financial Times*. 2020.
79. Levine R. Financial development and economic growth: Views and agenda // *Journal of Economic Literature*. 1997. № 35 (2): 688–726.
80. Lewis M. *The Big Short*. Norton, 2011.
81. Logue D., Jarvis W.P., Clegg S.R. and Hermens A. Translating models of organization: Can the Mittlestand move from Bavaria to Geelong? // *Journal of Management and Organization*. 2015. № 21 (1): 17–36.

82. Macalister T., Treanorand J. & Farrell S. BP shareholders revolt against CEO's £14m pay package // *The Guardian*. 2016.
83. Maclean M., Harvey C. and Press J. *Business Elites and Corporate Governance in France and the UK*. London: Palgrave Macmillan, 2006.
84. Mallin C. *Corporate Governance*. Oxford University Press, 2016.
85. Mallin C.A. *Corporate Governance*. Oxford University Press, 2019.
86. McLean B. & Elkind P. *The Smartest Guys in the Room*. Penguin, 2004.
87. McLeod K. and Stuckey J. MACS: The market-activated corporate strategy framework // *McKinsey Quarterly*. 2000. № 3: 16–20.
88. Mishel L. & A. Davis A. *Top CEOs make 300 times more than typical workers*. Economic Policy Institute, 2015.
89. Monks R.A.G. and Minow N. *Corporate Governance*. Hoboken, NJ, Wiley, 2011.
90. OECD. *OECD Jobs Report*. Paris: OECD, 1997.
91. O'Sullivan M. *Corporate governance: scandals, scoundrels, scapegoats and systems*. «INSEAD», 2003.
92. Parker H. *Covering the corporation // Business: The Ultimate Resource*. Cambridge, MA: Perseus, 2002. P. 239–240.
93. Pidun U. *Corporate strategy. Theory practice*. Boston Consulting Group, 2021.
94. Roddick A. *Business as Unusual*. Thorsons, 2000.
95. Rodrik D. *In Search of Prosperity: Analytic Narratives on Economic Growth*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.
96. Roe M.J. *Political determinants of corporate governance: Political context, corporate impact*. Oxford University Press on Demand, 2003.
97. Servan-Schreiber J. *The American Challenge*. New York: Scribner, 1967.
98. Shleifer A. & Vishny R. A survey of corporate governance // *Journal of Finance*. 1997. № 2. P. 737–783.
99. Silvia S. *Holding the Shop Together: German Industrial Relations in the Postwar Era*. Ithaca: Cornell University Press, 2013.
100. Squire Paton Boggs (2015). *Compensation and Benefits – Global Insights*. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.globalcompensation-insights.com/uk-executive-remuneration-resource-centre/
101. Sternberg E. (1997). The defects of stakeholder theory // *Corporate Governance: International Review*. 1997. Vol. 5, № 1.
102. Sternberg E. *Just Business: Business Ethics in Action*, Oxford University Press, 2000.

103. Stewart R. Clegg, Jochen Schweitzer, Andrea Whittle and Christos Pitelis. *Strategy. Theory and Practice 2nd Edition*. Los Angeles/London/New Delhi Singapore/Washington DC/Melbourne, 2017.
104. Stybel L.J. and Peabody M. (2005). How should board directors evaluate themselves? // *MIT Sloan Management Review*. 2005. № 47 (1): 67–72.
105. Sweney M. Sir Martin Sorrell’s pay package plunges from £70m to £48m // *The Guardian*. 2017.
106. *The Guardian* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.theguardian.com/business/2020/aug/05/uks-largest-firms-fail-to-cut-ceo-pay-to-navigate-covid-19-crisis>
107. Thomas R., Schrage M., Bellin J. and Marcotte. How boards can be better – a manifesto // *MIT Sloan Management Review*. 2009. № 50 (2): 69–74.
108. Tichy N.M. *The Leadership Engine: How Winning Companies Build Leaders at Every Level*. New York: Harper Business, 1997.
109. Van Veen K. and Marsman I. How international are executive boards of European MNCs? Nationality diversity in 15 European countries // *European Management Journal*. 2008. № 26 (3): 188–198.
110. Vitols S. Varieties of corporate governance: Comparing Germany and the UK / P. Hall and D. Soskice (eds.). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001. P. 337–360.
111. Wade R. *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*. Princeton University Press, 1990a.
112. Wade R. Financial regime change // *New Left Review*. 1990b. № 53 (5): 5–21.
113. Walker D. *A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, Final Recommendations*, HM Treasury, 2009.
114. Walker I. and Paris C. *Tesco faces fresh accounting investigation* // *Wall Street Journal*. 2014. December, 22.
115. Weiss L. *The Myth of the Powerless State*. Ithaca. NY: Cornell University Press, 1998.
116. Wenger E. and Kaserer C. *German Banks and Corporate Governance: A Critical View* // *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research* / Eds. K.J. Hopt, E. Wymeersch and S. Prigge. Oxford, Clarendon Press, 1998.
117. Williams P. *Corporate conduct all above board* // *Australian Financial Review*. 2002. August, 20: 60–61.

Глава 2. ФОРМИРОВАНИЕ КОРПОРАТИВНОЙ СТРАТЕГИИ

В крупных компаниях разработка стратегии не является задачей только высшего руководства. Интерактивный стиль управления требует, чтобы при принятии ключевых решений (касающихся будущего компании) участвовали руководители тех подразделений, которые будут эти стратегические решения реализовывать, т. е. к корпоративному менеджменту присоединились руководители подразделений, главы функциональных единиц, оперативный менеджмент – менеджеры заводов, региональные менеджеры по сбыту и т.д. Именно поэтому, начиная с 80-х годов прошлого века, наиболее востребованными для многопрофильных корпораций стал метод «level-of-business alternatives», предполагающий разработку стратегии на четырех организационных уровнях (Greenly G.E., 1989). Первый уровень касается разработки корпоративной стратегии (стратегия для всей компании), второй – бизнес-стратегия (для каждого направления деятельности компании), третий – функциональная стратегия (для каждого функционального подразделения в рамках каждого направления деятельности) и четвертый уровень – операционная стратегия (стратегия для конкретных структурных единиц). В настоящее время данный метод больше известен как пирамида разработки стратегии. Схематично он изображен на рис. 2.1.

Высший корпоративный уровень составляют Совет директоров, исполнительный глава компании и ее главные менеджеры. Они отвечают за достижение финансовых целей и решение задач, не относящихся к финансам, таких как, например, укрепление имиджа и выполнение социальных обязательств. Стратегические взгляды руководителей компании в значительной степени являются отражением интересов акционеров и более широких общественных интересов. В компании на корпоративном уровне решается, какими видами деятельности компания должна заниматься. Менеджеры высшего звена также формулируют общие задачи и очерчивают функции отдельных видов деятельности. Стратегические менеджеры корпоративного уровня наилучшим образом эксплуатируют отличительные компетенции своих компаний и разрабатывают долгосрочные планы, обычно на период от трех до пяти лет.

Средний уровень корпоративной иерархии принятия решений составляют менеджеры, отвечающие за конкретные виды бизнеса. Их задачей является трансляция решений и намерений менеджеров вышестоящего уровня и превращение их в цели и стратегии отдельных бизнес-единиц (SBU). В своей основе



Рис. 2.1. Пирамида стратегий многопрофильной компании (Томпсон А.А. мл., Стрикленд Д. Дж. III, 2003)

решения стратегических менеджеров среднего звена определяют поведение компании на индивидуальных товарных рынках. Они должны стремиться выявить наиболее выгодные сегменты рынка в рамках своих зон ответственности и закрепиться в них. Каждый сегмент является частью общего рынка, на который претендует компания в силу своих конкурентных возможностей.

Функциональный уровень образует основание иерархии принятия решений и состоит из менеджеров, отвечающих за определенные продукты, различные географические или функциональные сферы деятельности компании. Они определяют цели, которые должны быть достигнуты в течение года, и разрабатывают краткосрочные стратегии в таких областях, как производство или другая основная деятельность, финансы и отчетность, маркетинг и кадровая политика. Их главной задачей, однако, является исполнение стратегических решений компании. Если менеджеры высшего и среднего звена обеспокоены

тем, чтобы компания «делала правильные вещи», то функциональные менеджеры сосредоточены на том, чтобы «делать эти вещи правильно». Поэтому они обращаются к таким проблемам, как эффективность производственных и маркетинговых систем, качество обслуживания потребителей, а также стремятся упрочнить рыночные позиции компании в отношении определенных продуктов и услуг.

Характеристики стратегических решений меняются в зависимости от уровня, на котором они принимаются. Решения, принимаемые на корпоративном уровне, в большей степени ориентированы на ценности, являются более концептуальными и менее конкретными, нежели решения менеджеров уровня бизнес-единиц и функциональных менеджеров.

Решения на функциональном уровне принимаются в интересах реализации стратегии, сформулированной на корпоративном уровне и на уровне бизнес-единиц. Это решения по поводу действий и оперативных вопросов, характеризующихся относительно короткими сроками исполнения и низким уровнем риска. Расходы, связанные с решениями на функциональном уровне, незначительны, поскольку деятельность по их осуществлению опирается на имеющиеся ресурсы. Как правило, речь идет об изменениях, вносимых в текущую практику, что обычно не требует широкой кооперации между подразделениями компании.

Поскольку решения на функциональном уровне обладают относительно большей конкретикой и их легче просчитать, они привлекают пристальное внимание, несмотря даже на то, что их потенциальная прибыльность относительно невелика. Решения, принимаемые обычно на функциональном уровне, могут включать выбор между родовым названием товара или брендом производителя, между фундаментальными и прикладными исследованиями, высокими и низкими товарными запасами, между оборудованием общего и специального назначения, между жестким контролем или общим надзором.

Решения, принимаемые менеджерами бизнес-единиц, служат связующим звеном между корпоративным и функциональным уровнями. Они не столь дороги, рискованны и прибыльны, как решения корпоративного уровня, но более рискованны, дороги и прибыльны, чем решения функциональных менеджеров. Примерами могут служить следующие решения: выбор места строительства завода, маркетинговое сегментирование, выбор масштаба географического охвата, создание каналов дистрибуции.

В этой главе мы обратим внимание на корпоративную стратегию. Корпоративная стратегия занимается вопросом: в каких сферах бизнеса мы хотим

конкурировать? Если организация состоит из нескольких бизнес-единиц, возникает вопрос, как следует распределять ресурсы между этими бизнес-подразделениями. В данной главе раскрывается, как организация определяет, в какой бизнес инвестировать, а в какой сократить или вовсе прекратить капиталовложения. Очевидно, при принятии этих решений общие цели организации будут иметь первостепенное значение. Эти цели и, следовательно, общее направление деятельности организации определяет материнская компания.

Роль материнской компании заключается в добавлении ценности по всем бизнес-единицам. Показателем добавленной материнской компанией ценности выступает следующий критерий: была бы она больше, если бы бизнес-единицы управлялись независимо от материнской компании или управлялись другой материнской компанией. Там, где материнская компания добавляет большую ценность, говорится, что организация достигла синергии. При формулировании корпоративной стратегии руководители должны учитывать внутренние ресурсы и возможности организации, а также то, насколько они отвечают меняющимся потребностям внешней среды. Также необходимо учитывать влияние корпоративной стратегии на стейкхолдеров, таких как основные акционеры, клиенты, поставщики, местные сообщества и сотрудники, обладающие достаточной властью и влиянием, чтобы ослабить или застопорить стратегию.

2.1. Понятие корпоративной стратегии

Чтобы начать обсуждение, полезно будет провести различие между **корпоративной и конкурентной или бизнес-стратегией**. Буржуа (Bourgeois L.J., 1980) предлагает следующие определения:

- корпоративная стратегия подразумевает обсуждение того, **где** компания стремится конкурировать, и принятие решения, иногда известное как «выбор области деятельности»;
- конкурентная или бизнес-стратегия подразумевает обсуждение того, **как** компания стремится конкурировать, и принятие решения, иногда известное как «навигация области деятельности».

Поэтому корпоративная стратегия возникает на более высоком уровне, чем бизнес-стратегия или конкурентная стратегия. Она подразумевает выбор отраслей, рынков или сегментов, в которых организация будет конкурировать, а также решение, должна ли организация сотрудничать с какими-либо другими организациями, и если да, то как. Конкурентная стратегия будет следовать этим решениям. После того как решение, где вести конкурентную

борьбу, принято, конкурентная стратегия сосредотачивает внимание на том, как это можно будет делать. Например, компания может иметь намерения конкурировать на определенном рынке, но что же будет лежать в основе ее конкурентного преимущества? Будет ли это, к примеру, дифференциация или, возможно, ценообразование? Прежде чем мы сможем проанализировать и принять стратегические решения о том, каким стратегиям роста следовать, необходимо рассмотреть оба этих «уровня» стратегии. Нам также необходимо на мгновение задуматься о том, что мы подразумеваем под «ростом» в данном контексте. Многие организации достигают точки в своем развитии или жизненном цикле, когда они задумываются о том, целесообразно ли расширяться, и если да, то как. Это может быть вызвано желанием увеличить прибыль или обслужить больше клиентов. Это может быть вызвано новыми возможностями, появившимися во внешней среде, или финансовыми амбициями владельца компании. В любом случае рассмотрим вопросы, где конкурировать и **как** конкурировать с точки зрения организации, заинтересованной в увеличении масштабов своей текущей деятельности.

Из вышеизложенного следует, что корпоративная стратегия актуальна только для многопрофильных компаний. Но это не ограничивает применимость идей, изложенных в данном учебном пособии, и к крупным конгломератам с разветвленной структурой, таким как «Дженерал Электрик» (General Electric), «Сименс» (Siemens) или «Самсунг» (Samsung). Большинство компаний, размер которых превышает определенные рамки, продают более одного продукта или разворачивают свою деятельность более чем в одной локации, а, следовательно, можно считать, что они владеют портфелем разных видов деятельности, управлять которыми и расставлять приоритеты необходимо с корпоративной точки зрения. И каждая растущая компания в какой-то момент достигнет пределов своей текущей простой бизнес-модели и столкнется с вопросами расширения своего портфеля продуктов или услуг.

В данной главе мы берем за основу довольно широкое и всеобъемлющее определение корпоративной стратегии. Оно включает в себя три уровня (рис. 2.2).

На самом высоком уровне корпоративная стратегия сводится к определению *корпоративной миссии и видения*. Они должны быть основаны на хорошем понимании истории и отличительных характеристик компании; ее уникальной культуры, ценностей и возможностей; а также общих амбиций и целей ее ключевых стейкхолдеров. В то время как миссия описывает смысл существования компании («Зачем мы существуем?»), видение определяет

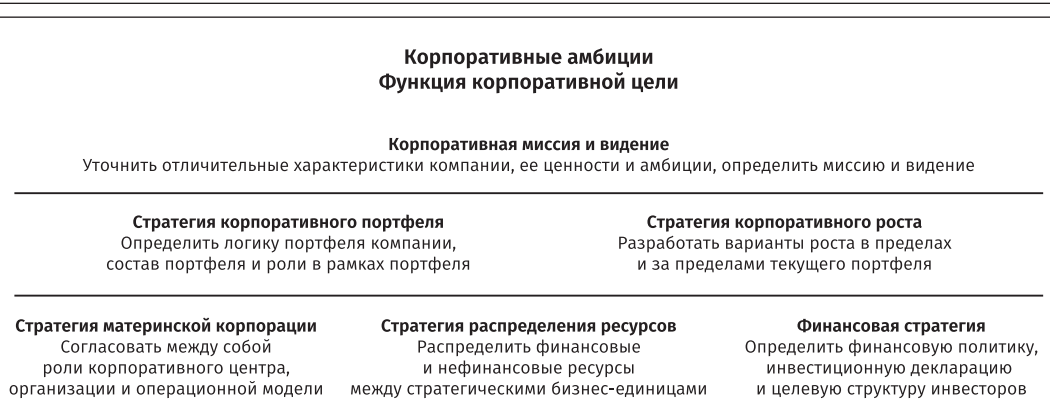


Рис. 2.2. Составляющие корпоративной стратегии

будущее целевое состояние («Где мы хотим быть через 5–10 лет?»). Хорошее корпоративное видение – это больше, чем просто описание конкретного статус-кво; это амбициозная цель, основанная, тем не менее, на существующих ресурсах и возможностях компании. Оно должно предусматривать конкретные действия и служить ориентиром для будущих стратегических решений. И сформулировано оно должно быть ясно и просто, чтобы легко можно было измерить, достигнута цель или нет. Вспомните знаменитое видение, в 1970-х годах представленное компанией «Кока-Кола» (Coca-Cola): «Наше видение – сделать так, чтобы “Кока-Кола” продавалась в пределах 50 метров от каждого человека на Земле».

На втором уровне корпоративное видение должно быть преобразовано в *стратегию корпоративного портфеля* и *стратегию корпоративного роста*. Стратегия корпоративного портфеля стоит в центре корпоративной стратегии. Она определяет состав целевого портфеля («Какими бизнес-предприятиями нам целесообразно владеть, а какие можно исключить?»), а также путь к достижению этого целевого портфеля («Какие бизнес-предприятия следует приобрести, а какие продать?»). Кроме того, она утверждает общую логику портфеля («Почему для нас оптимальный вариант – владеть предприятиями, входящими в наш портфель?») и определяет различные роли, отводимые предприятиям в составе портфеля («Кто наши “двигатели роста”, наши “дойные коровы”, наши развивающиеся бизнес-единицы?»).

Стратегия корпоративного роста выделяет один элемент стратегии корпоративного портфеля, элемент, обладающий самым высоким потенциалом создания ценности в долгосрочной перспективе. При разработке корпора-

тивной стратегии стратегия корпоративного роста часто рассматривается как отдельный элемент, поскольку она может включать в себя поиск новых областей роста вне рамок существующего портфеля. Однако окончательная версия стратегии роста должна быть отражена как в целевом портфеле, так и в общей стратегии корпоративного портфеля.

Корпоративная стратегия не может останавливаться на этом уровне, она должна быть доработана в практическом плане, чтобы ее можно было реализовать. Для этого потребуются три дополнительных элемента: стратегия материнской корпорации, стратегия распределения ресурсов и финансовая стратегия. *Стратегия материнской корпорации* описывает роль материнской компании в достижении корпоративного видения. Она определяет, как центр намерен максимизировать свою чистую добавленную ценность для бизнес-единиц, что будет зависеть не только от положительного вклада бизнес-единиц в создание ценности (например, от стратегического руководства или рентабельных центральных подразделений и услуг), но и от предотвращения вмешательств, разрушающих ценность (как то медленные процессы принятия решений или высокие накладные расходы). Определение стратегии материнской корпорации включает четкое описание роли центра, корпоративной организации и операционной модели высокого уровня, и все эти аспекты должны соответствовать общему стратегическому направлению компании.

Важным ценностным рычагом материнской корпорации является *стратегия распределения ресурсов*. Корпоративные ресурсы включают в себя не только капитал для инвестиций в активы, инновации или маркетинг, но также человеческие ресурсы и распределение внимания руководства. Стратегия распределения ресурсов приводит стратегию портфеля и стратегию роста в действие, направляя финансовые и другие ресурсы, такие как кадры, на нужные участки с максимальной эффективностью. Бизнес-предприятия будут получать финансирование в соответствии с той ролью, которую они должны будут играть в портфеле; внимание высшего руководства направляется на самые большие стратегические задачи, а средства выделяются для финансирования приоритетного списка потенциальных координированных инвестиций или приобретений.

Последний элемент корпоративной стратегии, которым часто пренебрегают, – это *финансовая стратегия*. Она представляет собой финансовую политику (как то целевой коэффициент финансового рычага, структура долга, денежные резервы и политика дивидендов), согласованную со стратегией целевого портфеля и путем трансформации. К тому же она определяет инве-

стиционную декларацию для существующих и потенциальных акционеров, где объясняется, как корпоративная стратегия будет создавать ценность. Это актуально не только для публичных фирм, но и для частных, семейных или государственных компаний. Если корпоративная стратегия существенно меняет направление развития компании, может даже потребоваться согласование структуры инвесторов.

Рисунок 2.2 только описывает элементы корпоративной стратегии; он не подразумевает, что корпоративная стратегия разрабатывается на этих трех этапах сверху вниз или снизу вверх. В действительности, процесс разработки корпоративной стратегии гораздо более сложен и менее линеен. Например, формулировка корпоративного видения может ознаменовать начало или конец процесса разработки корпоративной стратегии или же и то, и другое. Тем не менее схема, представленная на рис. 2.2, может служить ориентиром для разработки корпоративной стратегии, она помогает убедиться, что все важные элементы учтены.

Существуют и дополнительные, более конкретизированные стратегии, которые можно определять на корпоративном уровне, например инновационная стратегия компании, стратегия интернационализации, стратегия цифровизации или стратегия устойчивого развития. Можно рассматривать их как выражение корпоративной стратегии. В зависимости от отраслевой среды компании и стратегических приоритетов они могут быть либо следствием корпоративной стратегии, либо даже ее составной частью. Так, например, стратегии интернационализации и инноваций могут быть важными элементами стратегии роста компании. А стратегия устойчивого развития компании может быть важным краеугольным камнем ее миссии, как в случае с компанией «Юнилевер», определившей свою цель так: «Сделать устойчивый образ жизни обычным явлением».

Корпоративная стратегия рассматривает управление более или менее диверсифицированным портфелем бизнес-предприятий или видов деятельности. С момента появления в 1960-х годах крупных конгломератов модель многопрофильной компании подвергалась критике. За последние несколько лет по корпоративному миру прокатилась волна распада крупных компаний. Это явление не относится к какой-либо конкретной отрасли; его можно наблюдать в сфере потребительских товаров («Крафт Фудз» (Kraft Foods) отделяет свое международное бизнес-предприятие по производству закусок с названием «Монделез» (Mondelez)), в производстве материалов («Алкоа» (Alcoa) разделяется на две компании: старое бизнес-предприятие сохраняется под названием

«Арконики» (Arconic), новое отделяется под названием «Алкоа» (Alcoa)), в сфере технологий («Хьюлетт-Паккард» (HP) отделяет свой бизнес по производству серверов и программного обеспечения от производства принтеров и ПК), а также в сфере промышленных товаров («Тайко» (Tusco) разделяется на три независимые публичные компании). Даже такой культовый конгломерат, как «Дженерал Электрик», ощущает на себе растущее давление на раскол. Распады и расколы также не ограничиваются территорией США: мы видим недавние яркие примеры того, как немецкий фармацевтический гигант «Байер» (Bayer) отделяет свой бизнес в области материаловедения с названием «Ковестро» (Covestro), датский промышленный конгломерат «Эй-пи Моллер Маерск» (AP Møller Maersk) продает свой нефтяной бизнес, а инжиниринговый конгломерат «Сименс» отделяет свой блок по производству медицинского оборудования с названием «Сименс Хелфиниерз» (Siemens Healthineers).

Означают ли эти примеры упадок многопрофильной компании и, соответственно, снижение актуальности корпоративной стратегии? Или же мы просто обманываемся «эффектом ореола» этих громких разделений и продаж и упускаем из виду более частые, но менее впечатляющие примеры успешных стратегий диверсификации?

Связь между *диверсификацией* и *эффективностью* – одна из наиболее изучаемых тем в исследованиях стратегического управления. Интересно, что в литературных источниках до сих пор нет согласия относительно точного определения корпоративной диверсификации. Мы используем довольно широкие границы и определяем ее как расширение бизнес-активности компании в отношении новых продуктов, новых клиентов или новых рынков. Это определение включает в себя вертикальную диверсификацию (расширение деятельности компании вверх или вниз в рамках существующей цепочки создания ценности), а также горизонтальную диверсификацию (вход в новые связанные или несвязанные отрасли, рынки или регионы).

Существуют три основных потенциальных *мотива*, побуждающих компанию прибегнуть к стратегии диверсификации. Во-первых, у компании может быть зрелый основной бизнес с хорошим генерированием денежных средств, но лишь ограниченные инвестиционные возможности, и тогда она может следовать стратегии диверсификации, чтобы найти варианты роста за пределами своего основного бизнеса. Некоторые критики утверждают, что такой поиск роста может быть вызван только имперскими амбициями руководства, потому что размер компании непосредственно связан с властью, статусом, а также вознаграждением управленческой команды. Вторым мотивом для диверсификации может быть

снижение рисков, в этом случае ставится цель, распределить бизнес-риски на более широкий портфель независимых предприятий. Это особенно актуально для многих семейных компаний, в которых, как правило, большое внимание уделяется корпоративному долголетию. Но этим мотивом также могут быть движимы руководители, желающие снизить риски для работников и защитить свои конкретные инвестиции в человеческий капитал компании. Данный мотив подвергается критике со стороны многих инвесторов, утверждающих, что они могут сами получить такие выгоды по рискам за счет диверсификации, инвестируя в портфель акций. Наконец, компания может столкнуться с серьезным давлением, заставляющим ее повышать эффективность своего существующего портфеля предприятий, и тогда она использует диверсификацию для стратегического обновления. Она ищет возможности ведения бизнеса с более высокими ожиданиями прибыли и в своем портфеле хочет сместить акцент в сторону более привлекательных бизнес-единиц в более привлекательных отраслях или сегментах рынка. «Нокиа» (Nokia) – пример компании, которая за последнее время прошла через целый ряд таких стратегических обновлений с переходом от мобильных телефонов к сетевой инфраструктуре.

Эти мотивы могут быть вполне оправданы, поскольку диверсификация приносит ряд ощутимых материальных *выгод*. Во-первых, выгоды можно получить просто в результате интернализации транзакций. Интеграция родственного бизнес-предприятия может снизить транзакционные издержки от сотрудничества с этим предприятием. Это также относится к внутреннему рынку капитала, где информационные преимущества могут привести к более эффективному распределению капитала и позволить осуществлять конкретные инвестиции, которые трудно оправдать строго на рыночной основе. Точно так же внутренний управленческий пул может способствовать эффективному обмену кадрами между бизнес-подразделениями диверсифицированного портфеля. Эти преимущества, связанные с транзакционными издержками, особенно актуальны в регионах с менее развитыми финансовыми рынками или рынками труда.

Второе преимущество диверсификации может быть связано с экономией за счет масштаба. Она включает синергию продаж (например, при совместном использовании брендов или перекрестных продажах продуктов и услуг между бизнес-подразделениями), синергию затрат (например, при создании общего пула ресурсов или совместном использовании производственных мощностей) и управленческую синергию (например, при обмене опытом и передовыми практиками между бизнес-подразделениями).

Наконец, диверсифицированные компании могут извлекать выгоду из усиления рыночной власти. Например, в случае взаимных сделок покупки и продажи потенциальный клиент одной бизнес-единицы также является потенциальным поставщиком другой. Две компании тогда могут прийти к взаимовыгодному соглашению, например: «Я покупаю у вас, если вы покупаете у меня». Точно так же диверсифицированные компании могут извлекать выгоду из взаимной снисходительности: если они сталкиваются друг с другом на нескольких рынках, они признают свою взаимную зависимость и принимают решение конкурировать менее жестко. Рыночная власть также может быть результатом объединения, если компания расширяет свои сильные позиции с одного рынка на другой родственной рынок, объединяя вместе два продукта. Вспомним, как «Майкрософт» (Microsoft) объединила свою операционную систему «Уиндоуз» (Windows) с веб-браузером «Эксплорер» (Explorer) и вытеснила «Нетскейп» (Netscape) с рынка браузеров. И, наконец, диверсифицированные компании могут извлекать выгоду из перекрестного субсидирования и использования денежных средств, полученных на одном бизнес-предприятии, для поддержки деятельности другого, чего не могут сделать недиверсифицированные конкуренты этого другого бизнес-предприятия.

Эти потенциальные выгоды корпоративной диверсификации должны быть сбалансированы с ее потенциальными *рисками*. Широко диверсифицированный портфель бизнес-предприятий с различными ключевыми факторами успеха может предъявлять чрезмерные требования к возможностям управления на корпоративном уровне. Недостаточное понимание специфики отдельных предприятий может привести к неправильному стратегическому руководству и распределению ресурсов, далекому от оптимального. Убыточными, малоэффективными бизнес-единицами могут пренебрегать, потому что другие требуют большего сосредоточения средств и внимания. Могут возникать издержки от сложности, связанные с необходимостью внутренней координации между центром и бизнес-подразделениями, и замедлять процессы принятия решений. А непрозрачность диверсифицированного портфеля может снизить прозрачность результатов всей деятельности, позволяя убыточным и более слабым предприятиям скрываться от пристального внимания рынков капитала. По всем этим причинам многие инвесторы оказывают давление на руководителей корпоративного уровня, чтобы те сосредоточили внимание на портфеле и избавились от бизнес-единиц, которые не считаются основными.

Но правы ли они, осуждая политику диверсифицированной компании и требуя расстановки стратегических акцентов? Как соотносятся преимущества

и риски корпоративной диверсификации для среднестатистической многопрофильной компании? Обзор множества литературных источников показывает, что нет четких эмпирических доказательств безусловных преимуществ или недостатков корпоративной диверсификации (Nippa M. et al., 2011; Palich I.E. et al., 2000). В этих источниках мы находим наиболее сильную поддержку идеи криволинейной (перевернутой U-образной) зависимости между степенью диверсификации и ценностью компании. Это означает, что некоторая доля диверсификации выгодна, но для каждой компании существует оптимальная степень диверсификации, которую не следует превышать.

Недавно проведенный метаанализ эмпирических результатов 267 предшествующих исследований взаимосвязи между диверсификацией и эффективностью, охватывающий более пяти десятилетий исследований и около 150 000 наблюдений на уровне компаний из 28 стран, подтвердил, что высокий уровень диверсификации не обязательно вреден для эффективности деятельности компании (Schommer M. et al., 2019). Хотя данное исследование обнаружило, что средние уровни диверсификации со временем снижались, оно также показало, что с конца 1990-х годов эти уровни диверсификации, соответственно, вновь начали повышаться. Что еще более важно, исследование показало, что несвязанная диверсификация оказывает меньше негативного воздействия теперь, чем в прошлом. На самом деле средний эффект таких стратегий несвязанной диверсификации на производительность сейчас едва ли отличен от нуля, тогда как между 1970-ми и 1990-ми годами он был явно отрицателен.

Какими факторами можно объяснить эти результаты? С одной стороны, в последние годы затраты на диверсификацию снизились. Риск проявления поведения, разрушающего ценность, возможно, снизился за счет повышения эффективности рынков капитала, более пристального внимания к корпоративному управлению, распространения показателей эффективности и стимулов, ориентированных на создание ценности, а также за счет повышения прозрачности и координации управления, благодаря достижениям в области информационных и коммуникационных технологий. Кроме того, преимущества диверсификации все еще сохраняются, и диверсифицированные компании получают финансовые и организационные выгоды благодаря своим внутренним рынкам капитала, знаниям и управленческим кадрам.

Однако это лишь усредненные утверждения, и чистые выгоды диверсификации от компании к компании могут значительно различаться. Оптимальный уровень диверсификации для данной компании конкретно зависит от относительной важности различных факторов, определяющих

для этой компании преимущества и риски диверсификации. Например, в национальных экономиках значительной части Азии и Латинской Америки продолжают доминировать высокодиверсифицированные конгломераты. И многие семейные компании сознательно выбирают высокий уровень диверсификации, чтобы распределить риски и обеспечить для себя долгосрочное выживание. Действительно, существуют доказательства того, что диверсификация работает как страховка: во время кризиса (например, финансового кризиса 2008–2009 гг.) уровни относительной оценки диверсифицированных компаний повышаются, а их более легкий и дешевый доступ к финансированию позволяет им продолжать инвестировать и укреплять свои конкурентные позиции с расчетом на время после окончания кризиса (Beckmann P. et al., 2012; Kappuswamy V., Villalonga B., 2016).

Из всего вышеизложенного можно сделать вывод: стратегии диверсификации как таковые не несут в себе преимущества или недостатки. Бесчисленные примеры успешных многопрофильных компаний демонстрируют, что различные модели диверсификации и соответствующие корпоративные стратегии могут работать, если они правильно реализуются. Вместо того, чтобы сосредотачивать внимание на вопросе, *является ли* диверсификация (в среднем) стратегией создания ценности, следует переключиться на более интересный вопрос: *как* нам использовать корпоративную стратегию для эффективного управления многопрофильной компанией и увеличения ценности корпорации.

2.2. Корпоративное целеполагание

Прежде чем можно будет начинать работу над корпоративной стратегией той или иной компании, мы должны четко определить ее корпоративные амбиции. Как выразился Луций Анней Сенека (Lucius Annaeus Seneca): «Если человек не знает, в какой порт он плывет, никакой ветер не будет попутным». Почему мы существуем как компания? В каком направлении мы хотим двигаться? Как мы определяем успех? Эти ключевые вопросы определяют мотивацию, цели и ограничивающие условия разработки корпоративной стратегии.

Что касается практических целей, корпоративные амбиции можно разделить на два элемента: функцию корпоративной цели, которая устанавливает, как компания определяет и измеряет успех, и конкретные корпоративные приоритеты, выраженные в миссии и видении компании. Рассмотрим оба эти элемента по очереди.

Какой должна быть функция корпоративной цели управления компании? Как она будет измерять успех и определять, что лучше, а что хуже? На этот вопрос есть много возможных ответов: целью высшего уровня для компании может быть создание превосходных продуктов или рабочих мест, рост доходов или повышение прибыльности, выживание компании как учреждения или создание ценности для акционеров или общества в целом. Эти различные потенциальные цели могут противоречить друг другу. Увеличение прибыли за счет сокращения затрат может происходить ценой сокращения рабочих мест. Улучшение воздействия компании на окружающую среду может увеличить затраты и, таким образом, снизить прибыль и дивиденды для акционеров. Инвестиции в выживание компании в долгосрочной перспективе могут уменьшить ее прибыль в краткосрочной перспективе и снизить цену акций. Как разрешить эти противоречия и найти компромисс? Для этого еще раз вернемся к современной дискуссии о переходном периоде от «капитализма акционеров» к «капитализму стейкхолдеров», но исследуем его в разрезе корпоративного целеполагания.

Концепция максимизации ценности для акционеров

У сторонников концепции максимизации ценности для акционеров есть простой ответ. Изначальный вариант концепции утверждает, что при принятии бизнес-решений руководство должно в первую очередь учитывать интересы инвесторов (или акционеров). Он основан на теории «принципал–агент», которая предполагает, что существует изначально внутренний конфликт интересов между акционерами компании (принципалами) и непосредственными руководителями, выступающими в качестве их агентов. Данная концепция была разработана в ответ на опасения (и некоторые известные случаи), что генеральные директора и прочие руководители обогащаются за счет акционеров. Важно отметить, что концепция максимизации ценности для акционеров не требует от руководителей максимизации краткосрочной прибыли. Напротив, если компания пытается получить быструю прибыль, продавая некачественную продукцию, она наносит ущерб своей репутации и, следовательно, разрушает свое конкурентное преимущество в будущем. То же самое происходит, если руководство пренебрегает исследованиями и разработками или инвестициями в мотивированных и хорошо обученных сотрудников. Данная концепция предполагает, что все подобные решения будут отражаться на цене акций компании, которая, таким образом, становится лучшим критерием для измерения эффективности управления. Преимущество такого критерия в том, что достижение корпоративных целей можно легко и объективно измерить

извне, эти показатели можно сравнить с другими компаниями, а стимулы для руководства можно легко привязать к цене акций.

Максимизация ценности для акционеров была доминирующей моделью корпоративного управления с 1980-х годов, но в последнее время оказалась дискредитирована из-за смещения акцента на краткосрочную максимизацию цены акций за счет долгосрочного процветания компании, что не заложено в исходную концепцию. Возникает все больше сомнений в жизнеспособности концепции максимизации ценности для акционеров, и, похоже, происходит смена парадигмы. Все чаще признается, что данная модель имеет серьезные недостатки. Во-первых, акционеры публичной корпорации юридически не «владеют» компанией; они всего лишь владеют акциями компании (Lan L.L., Heracleous L., 2010). Это дает им различные права и привилегии, в том числе право продавать свои акции и голосовать по важным вопросам. Но они не несут ответственности за деятельность компании как владельцы; на них не может возлагаться личная ответственность за последствия корпоративной деятельности. Как считают Джозеф Бауэр и Линн Пейн (Bower J.L., Paine L.S., 2017): «Предоставляя акционерам право собственности при этом освобождая их от ответственности, мы открываем дверь для оппортунизма, злоупотреблений и неправомерного использования корпоративных активов».

Кроме того, скрытое предположение данной теории относительно единообразия акционеров противоречит фактам: акционеры могут иметь очень разные цели (к примеру, в зависимости от горизонта их инвестиций или отношения к риску), и в совокупности их нельзя рассматривать как единого «собственника». Конкретные цели компании могут также зависеть от ее модели собственности. Например, для многих семейных компаний корпоративное долголетие, выживание учреждения в долгосрочной перспективе выступает как наиболее важная цель, поскольку владельцы хотят передать компанию следующему поколению. Аналогичным образом многие государственные компании сосредоточены не только на получении прибыли для государства, но также на предоставлении общественных благ по разумной цене.

Но даже для публичных компаний чистый акцент на максимизации ценности для акционеров ставится под сомнение. Джек Уэлч (Jack Welch), бывший генеральный директор компании «Дженерал Электрик» и главный проповедник концепции максимизации ценности для акционеров, в марте 2009 года сказал: «Судя по всему, ценность для акционеров – самая глупая идея в мире». Компании все больше осознают, что уделение внимания долгосрочной перспективе, восприятию своей компании и социальным последствиям своей

деятельности – благое дело, даже если это не сразу положительно отразится на цене акций. Сотрудники и клиенты призывают компании играть более активную роль в решении социальных и экологических вопросов, таких как изменение климата, бедность и гендерное неравенство, и брать на себя ответственность за решение некоторых наиболее серьезных мировых проблем (вставка 2.1).

Вставка 2.1. Конференция «Стратегии, которые меняют мир», проводимая Обществом стратегического управления, 2016 г.

Ученые и практики в области стратегического управления все больше признают роль и ответственность бизнес-предприятий в решении крупнейших мировых проблем. Например, 36-я ежегодная конференция Общества стратегического управления была посвящена «Стратегиям, которые меняют мир». Объявление о приеме предложений гласило:

«Наш мир все чаще сталкивается с необходимостью решать ряд серьезных – и зачастую взаимосвязанных – проблем. Климат меняется, что приводит к повышению уровня моря, долговременным засухам, расширению зоны пустынь и погодным катаклизмам, затрагивающим миллионы людей. Согласно прогнозам, население Земли вырастет с семи миллиардов в 2010 году до одиннадцати миллиардов в 2100, что подразумевает огромный и постоянно растущий спрос на энергию, водоснабжение и многие виды других ресурсов, включая продукты питания, рабочие места и инфраструктуру. Растущий процент населения будет жить в городах, что побуждает планировщиков разрабатывать новые концепции мобильности, логистики, жилого фонда, медицинских услуг и культурной привлекательности. Неравенство с точки зрения демографии, уровня доходов, образования и качества жизни бросает вызов нашему чувству справедливости в распределении благ и повышает риск развязывания войн, терроризма и возникновения революционных движений.

Какова роль коммерческих компаний и специалистов по стратегическому управлению в поиске решений этих проблем? Какова зона ответственности глобальных корпораций и какие стратегии они могут разработать для удовлетворения потребностей все более сложного мира? Как компаниям добиться уменьшения своего воздействия на окружающую среду? Какой вклад они могут внести в справедливое распределение богатства и улучшение условий жизни “внизу пирамиды”? Как они могут сотрудничать с правительствами, общественными движениями, неправительственными организациями и другими группами стейкхолдеров для достижения этих целей? Каковы бизнес-модели создания, удержания и разделения ценности в таких сетях с различными наборами интересов?

Мы считаем, что стратегические исследования должны отражать эти вопросы, чтобы помочь руководителям и компаниям справиться с новыми вызовами и внести свой вклад в улучшение нашего мира. Мы ждем предложений, которые бы отражали то, как эти проблемы влияют на существующие парадигмы стратегического управления, как они изменяют наше понимание существующих теоретических моделей, и помогали бы определить стратегии и бизнес-модели для решения насущных проблем

реального мира. В нашем призыве кроется большая заинтересованность в поиске путей выхода за рамки создания ценности для акционеров и измерении эффективности деятельности коммерческих компаний с точки зрения их вклада в улучшение нашего мира. Надеемся, что статьи в этих направлениях еще раз подтвердят, что наша дисциплина не только академически амбициозна, но и практически актуальна».

Источник: Strategic management society [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.strategicmanagement.net/berlin/call-for-proposals/call-for-proposals>

Можно заметить явные признаки того, что даже акционеры все больше заботятся не только о получении краткосрочной прибыли и росте стоимости акций. Так, например, в январе 2018 года Ларри Финк (Larry Fink), генеральный директор «БлэкРок» (BlackRock), крупнейшего в мире распорядителя инвестициями, написал в письме руководителям компаний, инвестором которых «БлэкРок» (BlackRock) выступает: «Чтобы процветать на протяжении долгого времени, каждая компания должна не только добиваться финансовых результатов, но и демонстрировать, какой положительный вклад в жизнь общества она вносит (Pidun U., 2019). Способность компании решать экологические, социальные и управленческие вопросы демонстрирует лидерство и эффективное управление, которые так важны для устойчивого роста, именно поэтому мы все чаще интегрируем эти вопросы в наш инвестиционный процесс».

Мы пришли к выводу, что первоначальная концепция максимизации ценности для акционеров с ее сильным акцентом на цене акций и практической тенденцией придавать чрезмерное значение созданию ценности в краткосрочной перспективе сегодня не отражает приоритеты большинства компаний (и даже инвесторов) и не совсем подходит в качестве общей целевой функции корпорации.

Теория стейкхолдеров и общие ценности

Растет признание того, что в долгосрочной или даже среднесрочной перспективе интересы компаний и интересы общества совпадают в гораздо большей степени, чем когда-то думали многие. Например, исследование, проведенное Глобальным институтом Маккинзи (McKinsey Global Institute), обнаружило доказательства, дающие основания полагать, что ориентация на долгосрочную перспективу действительно окупается и что компании, которые строят свою деятельность с подлинно долгосрочным мышлением, неизменно превосходят своих коллег по отрасли почти по всем важным финансовым показателям (Barton D. et al., 2017). Другое исследование показало, что компании, инвестирующие в практически значимые экологические вопросы, социальные отношения, корпоративное управление (ЭСУ), представляющие стратегиче-

скую важность для их бизнеса, в будущем превосходят своих конкурентов с точки зрения динамики цен на акции с поправкой на риск, а также по росту продаж и прибыльности. И напротив, компании, инвестирующие в несущественные вопросы ЭСУ, имеют очень схожие показатели с аналогичными компаниями в отрасли, а это позволяет предположить, что такие инвестиции в среднем неактуальны с точки зрения создания ценности (Khan M. et al., 2016).

Теория и практика менеджмента предлагают альтернативы концепции максимизации ценности для акционеров. Например, прочно утвердившаяся *теория стейкхолдеров* утверждает, что руководители должны принимать решения, учитывающие интересы всех стейкхолдеров компании. Стейкхолдеры – это все лица или группы лиц, способные оказывать существенное влияние на решения компании или испытывающие на себе влияние этих решений. Сюда входят не только кредиторы и держатели финансовых требований, но и сотрудники, клиенты, поставщики, сообщества и государственные служащие. В то время как концепция максимизации ценности для акционеров основана на экономических факторах, теория стейкхолдеров уходит своими корнями в социологию и организационное поведение. К сожалению, она не дает четкого решения относительно того, как справляться с конфликтами интересов, возникающими между различными группами стейкхолдеров.

Майкл Портер (Michael Porter) и Марк Крамер (Mark Kramer) предложили концепцию *общих ценностей* (Porter M.E., Kramer M.R., 2011). Общие ценности определяются как политика и методы работы, повышающие конкурентоспособность компании, одновременно улучшая экономические и социальные условия в сообществах, в которых она осуществляет свою деятельность. Таким образом, создание общих ценностей направлено на выявление и расширение связей между общественным и экономическим прогрессом. Портер М. и Крамер М. описывают различные способы, с помощью которых компании могут обретать возможности для создания общих ценностей (см. вставку 2.2). Хотя критики признают, что есть много случаев, когда понятия «преуспевать» и «творить добро» идут рука об руку, они отмечают, что данная концепция игнорирует противоречия между социальными и экономическими целями и слишком наивно относится к практическим проблемам управления конфликтующими целями (Crane A. et al., 2014).

Вставка 2.2. Концепция общих ценностей

Отправной точкой концепции общих ценностей является наблюдение, что коммерческая деятельность все чаще рассматривается как главная причина социальных, экологических и экономических проблем. Чтобы получить лицензию на деятельность,

компании должны взять на себя инициативу по объединению бизнеса и общества и преодолеть желание искать компромисс между экономическим и общественным прогрессом. Цель корпорации должна быть пересмотрена и определена как создание общих ценностей, которые Портер М. и Крамер М. (Porter M. & Kramer M.) определяют как стратегии и практики, повышающие конкурентоспособность компании, одновременно улучшая экономические и социальные условия в сообществах, в которых она осуществляет свою деятельность.

Общие ценности отличаются от корпоративной социальной ответственности (КСО) или корпоративной благотворительности. Речь здесь идет не о перераспределении существующей ценности, а о расширении совокупного пула экономической и социальной ценности. Предприятия, действующие как бизнес-единицы, а не как благотворительные доноры, являются самой мощной силой в решении многих из самых насущных мировых проблем. Наиболее благоприятные возможности для создания общих ценностей должны быть тесно связаны с бизнесом компании и ее факторами успеха.

Есть три основных способа, с помощью которых компании могут создавать общие ценности. Во-первых, *переосмысливая продукты и рынки*, они могут выявить новые возможности для бизнеса, связанные с обслуживанием малообеспеченных слоев населения или развивающихся стран. Примером может служить успешное предложение мобильных банковских услуг компанией «Водафон» (Vodafone) в Кении. Во-вторых, за счет *переосмысления факторов производительности в цепочке создания ценности* компании могут существенно сократить внутренние издержки и создать конкурентное преимущество, сокращая при этом потребление природных ресурсов и развивая местную экономику. Примером может служить программа закупок «Неспрессо» (Nespresso), уделяющая большое внимание развитию местных производителей, предоставляющая консультации по методам ведения сельского хозяйства, гарантируя банковские кредиты и помогая обеспечить входные ресурсы, такие как посадочный материал и удобрения. Таким образом, компания смогла увеличить урожайность с гектара и качество кофе в точке закупки, что позволило ей платить надбавку за зерна кофе более высокого качества непосредственно производителям, одновременно снижая воздействие фермерских хозяйств на окружающую среду. В-третьих, *способствуя развитию местных кластеров*, компании могут создавать «благотворный цикл» с лучшим качеством образования и инфраструктуры, более высокой производительностью, привлечением большего числа компаний и инвесторов, увеличением спроса и т. д. Примером может служить «Яра» (Yara), компания по производству минеральных удобрений, которая в партнерстве с местными органами власти разработала программу инвестиций в логистическую инфраструктуру на сумму 60 млн долларов США в целях создания коридоров роста сельского хозяйства в Мозамбике и Танзании.

Источник: Porter M.E., Kramer M.R. Creating shared value // *Hary Bus Rev.* 2011. № 89 (1–2): 62–77.

Бостонская консалтинговая группа (BCG) выдвинула идею общих ценностей и представила концепцию *совокупного воздействия на общество* (СВО),

дополняющую традиционную концепцию совокупного дохода акционеров (СДА). СВО – не просто параметр; это набор мер и оценок, фиксирующих экономическое, социальное и экологическое воздействие коммерческой деятельности компании. Добавление анализа с точки зрения СВО при разработке корпоративной стратегии должно подвести компании к необходимости использовать свой основной бизнес для внесения вклада в общество таким образом, чтобы при этом также повышать СДА. Проведя количественный анализ деятельности более 300 компаний, Бостонская консалтинговая группа (BCG) обнаружила четкую взаимосвязь между нефинансовыми и финансовыми показателями и смогла продемонстрировать, что показатели по определенным отраслевым экологическим, социальным и управленческим аспектам оказывают статистически значимое влияние на оценку компаний и маржу их прибыли (Beal D. et al., 2017) (вставка 2.3).

Вставка 2.3. Концепция совокупного воздействия на общество, сформулированная Бостонской консалтинговой группой (BCG)

Каждая компания оказывает положительное и отрицательное экономическое, социальное и экологическое влияние на мир. Бостонская консалтинговая группа (BCG) определяет совокупность всех этих эффектов как совокупное воздействие компании на общество (СВО). СВО представляет собой не единый показатель, а набор показателей и оценок. Он включает в себя влияние продуктов и услуг компании, ее операций и ее инициатив в области корпоративной социальной ответственности. Он также включает в себя результат непосредственных решений, принимаемых компанией для корректировки своей основной деятельности в целях создания положительных социальных благ.

Исследования Бостонской консалтинговой группы (BCG) свидетельствуют, что компании с высокими показателями в значимых вопросах ЭСУ получили высшую оценку. Большинство вопросов ЭСУ, многократно повышающих премиальную оценку, были связаны с минимизацией рисков и других негативных последствий, как то вопросы охраны труда и здоровья, а также защиты окружающей среды. Было обнаружено, что компании с наилучшими совокупными показателями эффективности в решении этих негативных вопросов получали повышенную оценку по сравнению с аналогичными организациями, добившимися средних показателей, и эта разница составила 11% в сфере товаров широкого потребления, 12% в сфере биофармацевтических препаратов, 19% в нефтегазовой отрасли и 3% – в сфере банковских услуг для физических лиц и корпоративных клиентов.

Важно отметить, что наиболее значимые вопросы ЭСУ различаются в зависимости от отрасли. Например, вопросами, оказавшими наибольшее влияние на многократное повышение оценки компаний, производящих потребительские товары, были показатели экономии воды, обеспечение ответственного воздействия на окружающую среду и внедрение программы управления безопасностью пищевых продуктов. В отличие от этого, наиболее актуальными для нефтегазовых компаний были вопросы

недопущения коррупции и борьба с ее проявлениями, поддержание ориентированных на процессы программ охраны труда и техники безопасности и снижение воздействия на биоразнообразие, водные ресурсы и экологию.

В результате своих исследований БКГ (BCG) приходит к выводу, что компаниям следует выбрать для себя небольшой и отличительный набор направлений СВО, имеющих отношение к их отрасли, таких направлений, где они могут добиться значимого, положительного воздействия.

Для каждого направления СВО компаниям необходимо выбрать ограниченное число высокоприоритетных инициатив, интегрированных с их бизнес-подразделениями и управляемых ими. Каждая инициатива должна основываться на надежном, подробном бизнес-кейсе, иметь под собой социальное обоснование, она также должна быть рассчитана на масштабирование.

Источник: Beal D., Eccles R., Hansell G., Lesser R., Unnikrishnan S., Woods W., Yung D. Total societal impact: a new lens for strategy. BCG Report, 2017.

Мы пришли к выводу, что, несмотря на весь этот прогресс, у нас по-прежнему остается проблема: компании сталкиваются с противоречивыми целями. Теория стейкхолдеров подразумевает, что руководители должны служить многим хозяевам. Концепции общих ценностей и СВО демонстрируют, что создание ценности для общества и финансовые показатели вовсе не обязательно должны быть антиподами, они могут усиливать друг друга. Но как быть в тех случаях, когда эти интересы друг другу противоречат? Как руководителям принимать решения, когда цели стейкхолдеров расходятся в разных направлениях? Каким должен быть общий критерий их оценки?

Создание долгосрочной ценности для предприятия

У. Пидун высказал предположение (Pidun U., 2019), что в практическом плане максимизация *ценности для предприятия в долгосрочной перспективе* – хороший кандидат на роль такого критерия и хорошая корпоративная целевая функция, поскольку она включает в себя большинство других потенциальных корпоративных целей и помогает находить компромиссы между противоречащими друг другу задачами. Этот критерий также применим ко всем моделям собственности. Со своей стороны отметим, что данный показатель тоже не идеален, но сама постановка вопроса интересна и перспективна.

Чем долгосрочная ценность для предприятия отличается от ценности для акционеров? Во-первых, ценность для предприятия представляет собой общую стоимость всех материальных и нематериальных активов компании и, следовательно, больше, чем просто стоимость собственного капитала. Это означает, что простые изменения соотношения ценности между держателями долговых обязательств и акционерами не считаются созданием ценности, если они не увеличивают общую ценность для предприятия. Во-вторых, понятие

«ценность в долгосрочной перспективе» относится к основополагающей ценности компании, а не к ее краткосрочной рыночной оценке. В долгосрочной перспективе основополагающая ценность и рыночная оценка сойдутся. Но в краткосрочной перспективе они могут расходиться в течение длительных периодов времени, потому что финансовые рынки, хотя и ориентированы на будущее, могут не понимать всех последствий реализации стратегии компании, пока с течением времени они не начнут проявляться в денежных потоках.

Данный показатель побуждает руководителей при принятии стратегических решений использовать в качестве критерия основополагающую ценность для предприятия в долгосрочной перспективе, а не краткосрочную рыночную стоимость акционерного капитала или прибыль для акционеров. Обратите внимание, что ценность для предприятия в долгосрочной перспективе определяется независимо от модели собственности компании. Здесь не требуется, чтобы компания была публично зарегистрирована, и таким образом данная концепция может быть в равной степени применима к семейным фирмам и государственным компаниям. Конечно, руководство также должно заботиться о краткосрочной оценке и показателях работы компании на рынке капитала, чтобы получить право и возможность работать над созданием ценности в долгосрочной перспективе. Оно должно сообщать о своих планах инвесторам и пояснять положительное влияние стратегии на ценность, чтобы завоевать их доверие и поддержку. Однако краткосрочная оценка должна быть лишь граничным условием для разработки корпоративной стратегии, а не ее оптимальным окончательным мерилем.

Ориентация на ценность для предприятия в долгосрочной перспективе не означает, что держатели финансовых требований более важны для компании, чем другие стейкхолдеры. Чтобы максимизировать основополагающую ценность для компании в долгосрочной перспективе, корпоративное руководство должно не только удовлетворять интересы, но и заручиться поддержкой всех стейкхолдеров, включая клиентов, сотрудников, поставщиков и местные сообщества. Все эти стейкхолдеры имеют решающее значение для успеха компании, и ни один из них не может быть проигнорирован или подвергнут ненадлежащему обращению.

Максимизация ценности для предприятия в долгосрочной перспективе — целевая функция, которая будет направлять руководителей в поиске наилучших компромиссов между интересами этих различных групп стейкхолдеров. Ценность для предприятия основана на прибыли, а прибыль представляет собой разницу между ценностью, которую стейкхолдеры присваивают итого-

вому продукту, и ценностью, которую они присваивают вложенным ресурсам. Таким образом, корпоративная деятельность должна повышать общественное благосостояние, по крайней мере, на величину прибыли компании. Компания, желающая максимизировать свою прибыль, будет пытаться наиболее эффективным способом использовать ограниченные ресурсы общества. Она потратит дополнительный доллар ресурсов на удовлетворение желаний каждого стейкхолдера, если этот стейкхолдер оценивает результат более чем в доллар. Аналогичным образом, максимизация ценности для предприятия в долгосрочной перспективе будет направлять руководителей в поиске оптимальных компромиссов между прибылью сегодня и прибылью в будущем. Инвестиции, повышающие ценность для предприятия в долгосрочной перспективе, также принесут пользу обществу, поскольку они требуют, чтобы будущая итоговая продукция оценивалась достаточно высоко, что могло бы компенсировать затраты людей, вкладывающих свой труд, капитал и материальные затраты в настоящем.

Безусловно, бывают обстоятельства, когда максимизация ценности для предприятия в долгосрочной перспективе не повышает общественное благосостояние. Такое случается, в частности, в ситуациях, когда компании не несут полностью все затраты или не получают полностью выгоду от своих действий, это так называемые «внешние последствия деятельности». Примерами могут служить случаи загрязнения окружающей среды, когда компании не несут полной ответственности за причиняемый ими ущерб. Однако эти проблемы могут быть решены правительствами в рамках их законодательской функции, они способны устранить такие «внешние последствия деятельности», определяя и распределяя права принятия решений, а также ответственность и подотчетность. Они не требуют изменения целевой функции компании. Конечно, это не означает, что компания должна предпринимать все меры, которые не являются явно незаконными, чтобы максимизировать ценность для предприятия в долгосрочной перспективе. Напротив, компании должны определить для себя этические стандарты и экологические и социальные цели. Но такие стандарты и цели носят характер граничных условий для всеобъемлющей цели максимизации ценности для предприятия в долгосрочной перспективе.

Операционализация создания ценности для предприятия в долгосрочной перспективе

На практике при принятии стратегических решений реализовать максимизацию долгосрочной ценности для предприятия нелегко. Мы не всегда можем провести комплексную оценку компании, чтобы принять решение

относительно выбора между стратегическими альтернативами. В отличие от ценности для акционеров, которую легко можно выразить количественно через цену акций и дивиденды компании, ценность для предприятия в долгосрочной перспективе лучше понимать как комплексную цель, а не точный показатель. Даже если мы не можем полностью количественно оценить эффект, ожидаемое влияние на ценность для предприятия в долгосрочной перспективе может служить важным руководящим принципом при обдумывании стратегических решений. Это заставляет руководство учитывать краткосрочные и долгосрочные последствия, а также влияние на все соответствующие категории стейкхолдеров и находить баланс за счет потенциальных компромиссов.

Как применить этот принцип к разработке корпоративной стратегии? Компания, приступающая к разработке корпоративной стратегии, также должна руководствоваться созданием ценности для предприятия в долгосрочной перспективе. Лишь немногие компании придерживаются строго исследовательского подхода к разработке корпоративной стратегии; большинство предпочитают начинать с определения того, как выглядит успех, и согласования количественных целевых показателей. На практике, однако, может оказаться недостаточно определить количественные целевые показатели ценности для предприятия в долгосрочной перспективе. Например, цель удвоить ценность для предприятия в течение следующих 10 лет может быть слишком абстрактной, чтобы стать полезным руководством при разработке новой корпоративной стратегии. Целевая функция для разработки корпоративной стратегии должна быть более конкретной и включать несколько драйверов ценности, чтобы она могла также указывать, *как* эта ценность должна создаваться. Однако отдельные цели должны быть связаны с общей целью создания ценности для предприятия в долгосрочной перспективе, это также дает возможность находить компромиссы между конкурирующими целями, если таковые появляются. Такая упрощенная целевая функция с количественными целевыми показателями помогает фокусировать и направлять разработку корпоративной стратегии и оценивать альтернативные стратегические варианты. Конечно, изначально определенные цели в конце процесса разработки стратегии, возможно, придется корректировать, если анализ покажет, что эти цели не были реальны.

Выработка целевой функции для разработки корпоративной стратегии включает два этапа: выбор показателей и определение целей. Выбор показателей можно начать с составления структурированного длинного списка потенциальных показателей, все из которых могут оказывать важное влияние на ценность для предприятия в долгосрочной перспективе (пример на рис. 2.3).

Ценность для акционеров <ul style="list-style-type: none">• Общий доход акционеров• Рыночная стоимость собственного капитала• Выплаты дивидендов• Оптимальное использование/ системы рейтингов	Размер <ul style="list-style-type: none">• Позиция на рынке/доля• Доходы/прибыль• Рыночная стоимость предприятия• Членство в индексах
Прибыльность <ul style="list-style-type: none">• Маржа прибыли до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ)• Доход на капитал• Экономическая прибыль• Денежный доход	Защита учреждения <ul style="list-style-type: none">• Долголетие/выживание• Репутация/бренд• Баланс устойчивости/рисков• Головной офис в родной стране
Рост <ul style="list-style-type: none">• Рост выручки• Увеличение доли рынка• Рост за счет инноваций• Рост прибыли	Ценности для стейкхолдеров <ul style="list-style-type: none">• Удовлетворенность клиентов• Удовлетворенность сотрудников• Воздействие на окружающую среду• Показатели устойчивости

Рис. 2.3. Структурированный длинный список потенциальных показателей корпоративного успеха

Объективного способа выбрать лучшие показатели для той или иной конкретной компании не существует. Они зависят от отрасли, положения компании и предпочтений руководства. Сравнение с показателями других компаний и интервью с ключевыми стейкхолдерами могут облегчить процесс выбора. Но, в конце концов, лица, принимающие решения на корпоративном уровне, должны определить свои приоритеты и выбрать небольшой набор показателей, которые они хотят использовать для оценки разрабатываемой корпоративной стратегии. Кроме того, важно различать цели (которые следует оптимизировать) и барьеры (которые становятся ограничением дальнейшего развития). Например, минимальные выплаты дивидендов, максимальный уровень долга

и целевые показатели по экологическим вопросам, социальным отношениям, корпоративному управлению (ЭСУ) при разработке стратегии выступают как типичные граничные условия, но не являются первичными целями.

Выбранные показатели должны охватывать наиболее важные факторы ценности для предприятия в долгосрочной перспективе. Рассмотрим, например, компанию по производству промышленных товаров, которая недавно прошла через эту практику. При разработке корпоративной стратегии руководство решило объединить показатели выручки, показатели абсолютной прибыли и траекторию роста доходов, чтобы определить общую цель создания ценности. Показатель доходности (в данном случае прибыль на вложенный капитал, ROCE) использовался как простой критерий создания относительной ценности, определяющий ожидаемую отдачу от будущих инвестиций. Минимальное препятствие для доходности – это стоимость капитала для конкретной компании (например, средневзвешенная стоимость капитала, WACC). Кроме того, был использован показатель абсолютной прибыли (в данном случае прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации, EBITDA), чтобы гарантировать, что превосходящая прибыль достигается не просто за счет сокращения бизнеса до прибыльного ядра.

Он выражает абсолютное стремление создать ценность для предприятия за счет увеличения доходов и/или увеличения размера прибыли. Наконец, в целевую функцию была включена траектория роста выручки компании, чтобы отразить будущий потенциал создания ценности за горизонтом стратегии и таким образом гарантировать, что разработанная корпоративная стратегия не окажется тупиковой.

На втором этапе для выбранных показателей определяются конкретные цели, которые должны быть достигнуты в конце горизонта корпоративной стратегии. Они зависят от отправной точки компании, тенденций в ее среде и амбиций высшего руководства. Исторический анализ создания ценности, прогнозы по текущим финансовым показателям, сравнение с показателями конкурентов и интервью с важными стейкхолдерами могут способствовать постановке амбициозных, но реалистичных целей. В приведенном выше примере компания по производству промышленных товаров определила целевой показатель ROCE в размере 15%, абсолютный целевой показатель EBITDA в размере 2 млрд долларов США и траекторию роста выручки, которая должна быть достигнута к 2025 году в размере 5%. Такая количественная трактовка амбиций важна для того, чтобы убедиться, что все лица, принимающие решения, разделяют одинаковое понимание степени напряжения, необходимого

для разработки корпоративной стратегии. Сможем ли мы достичь этих целей с нашим существующим портфелем бизнес-единиц? Как далеко нам нужно будет расширить зону своего комфорта? Нужно ли рассматривать необходимость более существенных преобразований компании в рамках реализации корпоративной стратегии? Кроме того, компания по производству промышленных товаров в рассматриваемом примере определила ряд граничных условий для разработки корпоративной стратегии. Например, исполнительный совет ограничил использование динамического кредитного плеча до уровня чистого долга, не превышающего 2,5-кратный показатель EBITDA, и определил список из шести целей в области устойчивого развития на корпоративном уровне, которые должны быть достигнуты к 2025 году (Pidun U., 2019).

В заключение нужно еще раз подчеркнуть, что максимизацию ценности для предприятия в долгосрочной перспективе не следует путать с целью, видением или стратегией организации. Подобно тому, как дыхание необходимо для жизни, но целью жизни не является, прибыль жизненно необходима для существования корпорации, но не является причиной ее существования. Ценность для предприятия в долгосрочной перспективе может служить лишь критерием ведения бизнеса, и это лучший критерий, который мы можем предложить. Майкл Дженсен отмечал (Jensen M., 2010): «Поиск ценности показывает организации и ее участникам, как будет оцениваться их успех в достижении видения или реализации стратегии. Но максимизация ценности или поиск ценности ничего не говорят нам о том, как создать превосходное видение или эффективную стратегию. Также не говорят они сотрудникам или руководителям, как найти или сформировать инициативы, или предприятия, создающие ценность. Этот критерий лишь сообщает им, как будет измеряться успех их деятельности. Определение того, что значит забить гол в футболе, например, ничего не говорит игрокам о том, как выиграть игру; оно просто сообщает им, как будет вестись счет. Такова и роль максимизации ценности в жизни организации».

И именно поэтому компания, вступающая на путь создания и реализации корпоративной стратегии, нуждается не только в четко определенной целевой функции, но также в миссии и видении, которые бы обеспечивали содержание и суть корпоративных амбиций.

Корпоративная миссия и видение

В корпоративном мире существует большая путаница относительно определения терминов «видение» и «миссия». Иногда они даже используются взаимозаменяемо для выражения одного и того же понятия. Многие руково-

дители считают видение и миссию такими «мягкими и пушистыми», если не вовсе не обязательными понятиями. Они думают, что компании, конечно же, нужны видение и миссия, но служат они в первую очередь для выстраивания внутренних и внешних коммуникаций и маркетинга и не оказывают существенного влияния на бизнес. Мы хотим показать, что при правильном использовании миссия и видение компании могут стать мощными инструментами корпоративной стратегии.

Прежде всего, нам нужно разобраться с определениями. В этой книге мы определяем *миссию* компании как ее цель. Она отвечает на следующие вопросы: кто мы? Почему мы существуем? Таким образом, миссия определяет мотивацию и охват корпоративной стратегии. В отличие от нее, *видение* компании описывает будущее целевое состояние. Оно отвечает на следующие вопросы: в каком направлении мы хотим двигаться? Где мы стремимся быть через 5 или 10 лет? Так, видение определяет общее направление и служит путеводной звездой для разработки корпоративной стратегии. Эти определения подразумевают, что, прежде чем начать работать над своим видением, компания должна сначала четко определить свою миссию.

Миссия – естественная отправная точка для разработки корпоративной стратегии, поскольку она ставит вопрос «почему». Четко сформулированное заявление о миссии ценно по нескольким аспектам. Во-первых, оно согласует между собой масштабы деятельности и приоритеты компании. Таким образом, оно позволяет тысячам сотрудников принимать миллионы малых и независимых решений, при этом по-прежнему двигаясь в одном направлении. Во-вторых, миссия служит компасом для руководителей. В трудных ситуациях и при принятии критически важных решений, в частности, если речь идет о поиске компромиссов между расходящимися целями, они могут вернуться к миссии, чтобы напомнить себе о том, что действительно важно для компании. И, наконец, сильная миссия заряжает всех стейкхолдеров энергией и мотивацией. Она дает сотрудникам обоснование того, почему они должны каждое утро вставать и идти на работу. Она дает клиентам обоснование того, почему им следует покупать продукты и услуги данной компании. Она дает инвесторам обоснование того, почему им следует финансировать данную компанию. Есть некоторые свидетельства, показывающие, что сильная корпоративная цель связана с превосходными финансовыми показателями. Например, исследование, проведенное Клодин Гартенберг, Андреа Пратом и Джорджем Серафимом (Gartenberg C. et al., 2016), в котором приняли участие 500 000 человек из 429 компаний, выяви-

ло положительное влияние как на операционные финансовые показатели, так и на показатели эффективности, основанные на рынке капитала, когда руководители среднего звена чувствовали явное и сильное ощущение цели.

К сожалению, многие заявления о миссии не оправдывают этих высоких ожиданий. Они слишком общие, скучные или не конкретизированы соответствующим образом для данной компании. Например, вы бы догадались, что «воспринимать человечество как нашего клиента» – это миссия химической компании, а «мы верим, что можем изменить мир к лучшему» – миссия авиакомпания? Как вы думаете, «быть мировым лидером по созданию ценности для потребителя» – реалистичная миссия для производителя строительной техники?

Эффективное заявление о миссии должно соответствовать четырем критериям:

- должно быть *основополагающим*, основываясь на истории компании, ее идентичности и ценностях и отражая то, что вне времени и истинно, в лучшем своем проявлении;
- должно быть *воодушевляющим*, рисуя картину того, что компания может достичь, и то положительное влияние, которое она может оказывать, воплощая свою цель в жизнь;
- должно быть *отличительным*, объясняя, что делает компанию уникальной и чем она отличается от своих конкурентов;
- должно быть *немногословным*, кратко и недвусмысленно излагая цель и при этом оставаясь легким для запоминания всеми стейкхолдерами.

В большинстве заявлений о миссии есть простой, привлекательный и легко запоминающийся слоган и более подробное объяснение ключевых элементов миссии. Некоторые заявления о миссии акцентируются только на цели (*почему*), в то время как другие также объясняют, *как* компания хочет достичь своей цели, и *на чем* сосредоточена ее деятельность.

Разработка корпоративной миссии

Как разработать корпоративную миссию? Важно заметить, что миссию нельзя создать; она не может быть просто замечательной идеей, которая пришла вам в голову. Лучше представлять ее как что-то, что уже существует, глубоко укоренилось в организации и нуждается в обнаружении и извлечении. Есть разные способы добиться нужного результата. Можно наблюдать примеры, как великолепные заявления о миссии разрабатывались генеральным директором или семейным владельцем компании в одиночку, как они резюмировали свои глубокие убеждения относительно цели компании в мощном

заявлении, которое стало руководством для организации и ее стейкхолдеров. Известно, как команды высшего руководства компаний разрабатывали заявление о миссии на серии семинаров. Также практиковалась разработка миссии как упражнение, направленное «от низов вверх», в котором в течение нескольких месяцев участвовала большая часть сотрудников организации.

Исходя из практического опыта успешный процесс разработки миссии имеет несколько характеристик. Во-первых, он может быть направлен как «сверху вниз», так и «снизу вверх». В нем должны участвовать самые высокопоставленные руководители компании, которые поддерживают этот процесс и полностью привержены цели. Но он также должен привлекать более широкий контингент рабочей силы, чтобы получить исходную информацию со всех различных точек зрения. Во-вторых, успешный процесс позволяет *углубиться в изучение корней* организации, чтобы понять, откуда она зародилась, и что движет ее членами. В-третьих, этот процесс должен быть разработан таким образом, чтобы *вызывать вовлеченность и принятие* разработанной миссии. Так, например, ключевые лидеры, формирующие мнения компании, должны быть вовлечены в процесс на ранней стадии и участвовать в разработке миссии, а донесение миссии до всех других членов организации должно быть тщательно спланировано и выполнено с достаточным запасом времени и ресурсов. И, наконец, все вышеизложенное подразумевает, что раскрытие корпоративной миссии – это *путешествие*, которое нельзя выполнить на однодневном семинаре Совета директоров или делегировать команде корпоративных стратегов или консультантов.

Важным элементом разработки миссии является раскрытие корней компании. Для этого необходимо погрузиться в ее историю и понять истоки ее идентичности, ценностей и культуры. Например, руководители могут изучить историческую эволюцию корпоративного портфеля компании и рассмотреть основные стратегические решения и вехи ее пути, включая ее историю инноваций и приобретений. Они также могут использовать внешние источники, такие как отчеты аналитиков, комментарии в прессе, опросы общественного мнения и обзоры брендов, исследования имиджа, проводимые третьими сторонами, и результаты опросов клиентов, чтобы понять, как компания воспринимается внешним миром. И они могут дополнить внешний взгляд внутренними данными о развитии квалификационных профилей сотрудников с течением времени, данными опросов удовлетворенности сотрудников и патентными картами. Все эти анализы дополняют общую картину уникальной идентичности компании, которая поможет раскрыть ее особую корпоративную миссию.

Корпоративные ценности – еще один важный источник для раскрытия миссии компании. Глубоко укоренившиеся ценности отражают прошлый опыт компании, ее успехи и неудачи. У большинства компаний определенного размера есть формальные заявления о ценности, но их актуальность от компании к компании сильно различается. Заявления о ценности бесполезны, если они слишком общие и не связаны с проблемами и компромиссами повседневных бизнес-решений. Но если они актуальны, действенны, а также находят отражение в системе обратной связи и оценке сотрудников, они могут стать важным источником мотивации и конкурентного преимущества.

Как и сама миссия, сильные ценности будут направлять компанию в трудных ситуациях и при принятии важных решений. Ярким примером является фармацевтическая компания «Джонсон и Джонсон» (Johnson & Johnson) и ее реакция на скандал вокруг тайленола в 1982 году, когда семь человек в регионе Чикаго погибли из-за того, что бутылки с обезболивающим препаратом тайленол были отравлены цианидом. Компания немедленно отозвала все капсулы тайленола со всего рынка США, что ориентировочно ей стоило 100 миллионов долларов США, и начала коммуникационную работу с привлечением 2500 человек в целях предупредить общественность и решить проблему. Хотя агентства Уолл-стрит были в ярости из-за огромных затрат на эту кампанию, она полностью соответствовала глубоко укоренившемуся кредо «Джонсон и Джонсон», которое гласит: «Мы считаем, что наша ответственность в первую очередь лежит перед врачами, медсестрами, больницами, матерями и всеми остальными, кто использует наши продукты».

Поскольку миссия компании так глубоко уходит корнями в ее историю, идентичность и ценности, она не склонна часто меняться. Большинство компаний вносят корректировки в свою миссию только в случае крупных преобразований портфеля, корпоративных кризисов или дестабилизации на их основных рынках. Но поскольку миссия представляет собой такой значимый якорь, в начале разработки корпоративной стратегии важно пересмотреть и проанализировать корпоративную миссию, чтобы убедиться, что она все еще актуальна и закладывает правильную основу для разработки корпоративной стратегии.

Вдохновляющее и систематизирующее видение

Таким образом, миссия служит необходимым вкладом и основой для разработки корпоративной стратегии. Но как же видение? Существуют две научные школы: одна утверждает, что четкое видение необходимо, как путеводная звезда, в начале пути разработки и реализации корпоративной стратегии; в

то время как другая школа заявляет, что видение является скорее результатом и итогом разработки корпоративной стратегии.

Думаем, правы и те, и другие. В начале пути создания корпоративной стратегии компании может быть полезно *вдохновляющее видение*. Дальновидный генеральный директор или исполнительная команда определяют амбиции и приоритеты, рисуя общую картину желаемого будущего компании, картину, которая должна быть выверена и детализирована в ходе разработки корпоративной стратегии. Объем и уровень детализации этого изначального видения зависят от прозрачности и предсказуемости будущего, от наличия хороших идей развития компании и от уверенности руководства. Лидеры, не обладающие такой уверенностью, могут сознательно воздерживаться от определения изначального видения и предпочитают начинать разработку корпоративной стратегии без четко определенного направления. Таким образом, вдохновляющее видение является скорее выражением убеждений лидеров, чем результатом тщательного анализа. Оно определяет высокую цель, чтобы вдохновить организацию и установить планку для разработки корпоративной стратегии. Джим Коллинз и Джерри Поррас (Jim Collins J., Porras J., 1994) называют такие смелые амбициозные обязательства БИХАГами (BHAGs), «большими, волосатыми, дерзкими целями». Вдохновляющее видение лучше всего ассоциируется с образом Полярной звезды, которая направляет и ведет компанию.

Архетипом такого вдохновляющего видения может служить заявление президента США Джона Ф. Кеннеди (John F. Kennedy) от 25 мая 1961 года: «Прежде чем закончится данное десятилетие, эта нация должна взять на себя обязательство и достичь цели высадить человека на Луну и благополучно вернуть его на Землю». Заявления о видении корпоративного уровня могут иметь различную направленность. Некоторые сосредоточены на клиентах, как известное видение Генри Форда (Henry Ford) 1907 года «создать автомобиль, доступный для огромного количества людей... Цена на него будет настолько низкой, что ни один человек, получающий достойную зарплату, не сможет отказать себе его приобрести... Лошадь исчезнет с наших дорог»; или как уже отмечалось ранее, видение компании «Кока-Кола» (Coca-Cola) 1970-х годов – «сделать так, чтобы “Кока-Кола” продавалась в пределах 50 метров от каждого человека на Земле». Другие компании определяют свое видение, ссылаясь на доминирующих конкурентов, как например, «Найк» (Nike) («Разгромить “Адидас” (Adidas) или “Филип Моррис”» (Philip Morris); «Побить “Р. Дж. Рейнольдс”» (R.J. Reynolds), став табачной компанией номер один в мире» в 1960-х годах). Третьи, чтобы определить свое видение, используют идолов из других регионов или отраслей,

как, например, Стэндфордский университет в 1940-х годах («Статья Гарвардом Запада») или «Джиро» (Giro) в 1980-х («Статья “Найк” (Nike) в велосипедной отрасли»). И, наконец, некоторые компании предпочитают создавать заявления о видении, более ориентированные на себя, касающиеся их целевой операционной модели: например, «Моторола» (Motorola) с их видением «достигнуть качества шести сигм» или «Сони» (Sony) в первые годы своего существования, стремящиеся «стать компанией, наиболее известной тем, что мы в мировом масштабе изменили плохое качество изображения японских продуктов».

Второй тип видения, который мы хотим назвать *систематизирующее видение*, лучше всего ассоциируется с образом итогового снимка. В конце процесса создания корпоративной стратегии после тщательного анализа сильных и слабых сторон компании, тенденций и изменений в ее среде, корпоративного портфеля, вариантов роста в рамках существующего бизнеса и за его пределами, а также альтернативных вариантов развития портфеля – целевая картина представляется гораздо яснее и подкрепляется конкретными стратегическими инициативами. Систематизирующее видение обобщает и систематизирует корпоративную стратегию и, следовательно, обычно является более конкретным (а иногда и более количественно выраженным), чем вдохновляющее видение. В некоторых случаях оно выглядит почти как контрольный список, позволяющий компании и ее стейкхолдерам проверить, было ли их видение достигнуто (вставка 2.4).

Вставка 2.4. Генеральный план «Тесла» (Tesla), часть вторая

Илон Маск (Elon Musk), соучредитель и генеральный директор «Тесла» (Tesla), технологической компании и независимого автопроизводителя, очень прозрачен в отношении видения и стратегии компании в долгосрочной перспективе. 20 июля 2016 года он объявил новый генеральный план:

«Первый генеральный план, который я написал 10 лет назад, сейчас находится на последней стадии завершения. Он был не так уж сложен и в основном состоял из следующего.

1. Создать мелкосерийный автомобиль, который обязательно будет дорогим.
2. Использовать вырученные деньги для разработки автомобиля среднего объема выпуска по более низкой цене.
3. Вырученные на этом деньги использовать для создания доступного автомобиля массового производства.
4. Обеспечить солнечную энергию. Без шуток, в течение 10 лет эти буквальные формулировки были на нашем сайте.

[...]

Одной из причин, по которой я написал первый генеральный план, была защита от неизбежных нападок, с которыми «Тесла» (Tesla) столкнется: нас обвиняют в том,

что мы заботимся лишь о производстве автомобилей для богатых людей, подразумевая, что мы ощущали нехватку компаний, занимающихся спортивными автомобилями, или используя некое другое нелепое объяснение. К сожалению, в блоге не перестают появляться бесчисленные статьи-нападки именно на этих основаниях, так что он почти полностью провалил свою задачу.

Однако главная причина заключалась в желании объяснить, как наши действия вписываются в общую картину, чтобы они казались менее случайными. Смысл всего этого был и остается в том, чтобы ускорить появление устойчивой энергетики, чтобы мы могли представить себе далекое будущее и видеть, что жизнь по-прежнему хороша. Вот что значит «устойчивость». Это не какая-то глупая хиппи-вещица – это то, что важно для всех.

По определению, в какой-то момент мы должны достичь экономики с устойчивой энергетикой, иначе у нас закончатся ископаемые виды топлива, и цивилизация просто рухнет. Учитывая, что мы в любом случае должны отказаться от ископаемого топлива и практически все ученые согласны с тем, что резкое увеличение уровня углерода в атмосфере и океане – это безумие, чем быстрее мы достигнем устойчивости, тем лучше.

Вот что мы планируем сделать, чтобы приблизить этот день: [...]

Итак, вкратце, наш генеральный план, часть вторая.

1. Создавать потрясающие солнечные крыши с бесшовно встроенным аккумулятором.

2. Расширить линейку продуктов для электромобилей, чтобы охватить все основные сегменты.

3. Разрабатывать возможности беспилотного вождения, которое в 10 раз безопаснее, чем ручное управление, за счет массового обучения автопарка.

4. Позволить вашему автомобилю зарабатывать деньги для вас, когда вы им не пользуетесь».

Источник: Сайт компании «Тесла» [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://tesla.com/blog/master-plan-part-deux>

Подводя итог, эффективное заявление о видении должно соответствовать следующим критериям:

- оно должно быть *желаемым* и представлять привлекательную цель для всех затрагиваемых стейкхолдеров;
- оно должно быть *амбициозным*, вдохновлять организацию и обеспечивать ощущение цели;
- оно должно быть *достижимым* за счет определения конкретных и обоснованных целей;
- оно должно быть *действенным* и служить ориентиром для будущих стратегических решений;
- оно должно быть *измеримым*; достижение видения может быть проверено всеми заинтересованными стейкхолдерами.

Простой инструкции по разработке корпоративного видения не существует. В отличие от миссии, которая уходит корнями глубоко в историю, идентичность и ценности компании, и ее нужно лишь обнаружить и сформулировать, вдохновляющее видение рождается в творческом действии. Это действие может происходить в голове дальновидного лидера, например генерального директора или семейного владельца компании. Но оно также может быть создано и совместными усилиями исполнительной команды, вдохновленной анализом основных тенденций на рынке и в окружающей среде компании, стратегиями основных конкурентов или же примерами уважаемых компаний из других отраслей. Систематизирующее видение, напротив, определяется в конце процесса разработки корпоративной стратегии. Оно четко выделяет суть корпоративной стратегии и переводит ее в осязаемую, материальную картину желаемого будущего.

2.3. Анализ корпоративного портфеля

Любая компания определенного размера, для которой становится актуально определение корпоративной стратегии, а не только бизнес-стратегии, может рассматриваться как портфель видов деятельности. Для компаний с дивизионной структурой это очевидно: с корпоративной точки зрения подразделения или лежащие в их основе бизнес-единицы могут считаться единицами портфеля. Но концепция портфеля также применима к компаниям с функциональной или региональной организацией, где в качестве единиц портфеля могут рассматриваться группы продуктов или региональные бизнес-предприятия.

С момента публикации в 1970 году разработанной БКГ (BCG) матрицы доли рынка и роста предлагалось множество различных подходов к анализу корпоративного портфеля. Одни делают акцент на рынке и конкуренции, другие – на финансовых показателях или рисках. Некоторые подходы используют критерии качества, а другие – количественные показатели. Некоторые концентрируют внимание на оценке отдельных единиц, в то время как другие обращаются к балансу корпоративного портфеля. Но, независимо от конкретного критерия, инструменты анализа корпоративного портфеля в основном используются для четырех конкретных целей:

- *мониторинг*: инструменты портфеля обеспечивают стандартизированную прозрачность и обзор позиций и стратегий предприятий, находящихся в портфеле. Таким образом, можно напрямую сравнивать различные виды биз-

нес-предприятий, внимание руководства направляется на наиболее важные стратегические вопросы, решения становятся более объективными и менее политизированными, а реализация стратегии на уровне бизнес-единиц может эффективно контролироваться;

- *координация и управление*: инструменты анализа портфеля служат направляющими средствами в управлении корпоративным портфелем. Из анализа портфеля выводятся стратегические цели и целевые показатели эффективности для отдельных бизнес-подразделений. Многие компании даже назначают своим предприятиям роли в рамках корпоративного портфеля, что служит надежным ориентиром для управления БЕ;

- *распределение ресурсов*: инструменты анализа портфеля используются для определения приоритетов и распределения ограниченных корпоративных ресурсов между конкурирующими бизнес-единицами. Это относится к бюджетированию капиталовложений, исследований и разработок, расходов на маркетинг, а также к управленческим кадрам и распределению внимания лиц, принимающих решения на корпоративном уровне;

- *корпоративное развитие*: анализ портфеля может определить необходимость или возможность избавиться от тех или иных существующих бизнес-единиц и создать или приобрести новые предприятия. Таким образом, с течением времени инструменты анализа портфеля становятся средством управления составом корпоративного портфеля.

Такой список возможностей применения показывает, что анализ портфеля и соответствующие инструменты действительно являются центральным фактором разработки корпоративной стратегии.

Мы дадим обзор различных подходов к анализу портфеля и рассмотрим их в перспективе, объясним, как выбрать надлежащий подход для конкретной ситуации в компании, опишем, как на практике использовать различные ракурсы оценки портфеля и избегать типичных ловушек, и объясним, как делать выводы из анализа отдельных бизнес-единиц портфеля, а также портфеля в целом. Для начала кратко рассмотрим происхождение этого понятия.

История концепции портфеля

Происхождение концепции портфеля можно проследить от Гарри Марковица (Harry Markowitz), в 1990 году, удостоенного Нобелевской премии в области экономических наук за его революционный вклад в теорию финансового портфеля. В своей новаторской статье (1952) Марковиц проанализировал характеристики риска и доходности альтернативных сочетаний финансовых

активов и продемонстрировал, что существуют благоприятные конфигурации, оптимизирующие компромисс между риском и доходностью. Эти так называемые эффективные портфели максимизируют ожидаемую доходность при данном риске или минимизируют риск при заданной ожидаемой доходности. Хотя строгие предположения теории финансового портфеля нелегко применять к корпоративным портфелям, логика портфеля может быть изложена так: «Хороший портфель – это больше, чем длинный список выгодных акций и облигаций. Это сбалансированное целое, предоставляющее инвестору защиту и возможности в отношении широкого спектра непредвиденных обстоятельств. Инвестор должен создать интегрированный портфель, наилучшим образом соответствующий его потребностям» (Markowitz Н.М., 1959).

В 1970 году Брюс Д. Хендерсон (Bruce D. Henderson), основатель Бостонской консалтинговой группы (БКГ (BCG)), применил теорию портфеля к корпоративной стратегии и ввел матрицу *доли рынка и роста* (Henderson В.Д., 1970). Матрица была разработана, чтобы помогать компаниям решать, как управлять своими бизнес-единицами на основе двух факторов: темпов роста рынка и их относительной доли компании на рынке (рис. 2.4). В отличие от описания, которое мы находим во многих учебниках, эти факторы не предназначались для измерения рыночной привлекательности и конкурентной позиции, а скорее отражали генерирование денежных средств и потребности предприятий в денежных средствах. Согласно концепции кривой

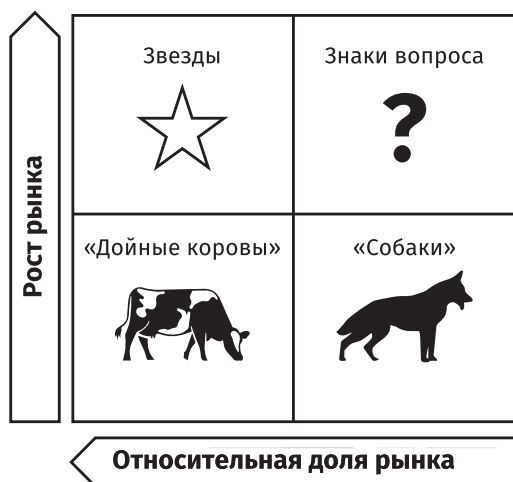


Рис. 2.4. Матрица БКГ (BCG), описывающая долю рынка и рост

опыта, высокая относительная доля рынка приводит к мощному генерированию денежных средств, а высокие темпы роста рынка указывают на высокие потребности в инвестициях.

Полученные в результате четыре квадранта матрицы подразумевают четыре различных стратегических императива: предприятия с низким ростом и высокой долей рынка следует рассматривать как «дойных коров», поскольку они сочетают в себе сильное генерирование денежных средств с ограниченными потребностями в инвестициях. Они должны финансировать рост быстрорастущих предприятий-«звезд» в портфеле, располагающих высокой долей рынка, которые имеют большой потенциал в будущем и однажды станут также «дойными коровами».

«Вопросительные знаки»: компании с высоким показателями роста, но лишь небольшой относительной долей рынка – это текущие поглотители денежных средств в портфеле. В них следует либо инвестировать, либо отказаться от них, в зависимости от их потенциала в будущем стать «звездами». Предприятия портфеля с низкой долей рынка и низкими темпами роста – это бедные «собаки». Их нужно репозиционировать, чтобы они генерировали денежные средства, или же продать либо ликвидировать.

Матрицу БКГ (BCG), описывающую долю рынка и рост, восприняли как полезный инструмент управления корпоративным портфелем, поскольку она позволяла многопрофильным компаниям находить правильный баланс между использованием зрелых предприятий и подключением новых для обеспечения себе роста в будущем. В ней представлены разные роли предприятий в корпоративном портфеле, которые требуют разных стратегических приоритетов и разных целей финансовой деятельности. Эта логика портфеля актуальна и сегодня.

С другой стороны, с момента введения матрицы доли рынка и роста бизнес-среда изменилась. Внешние рынки капитала стали намного более эффективными, что ограничивает актуальность поиска баланса в генерировании денежных средств и потребностей в денежных средствах в рамках корпоративного портфеля. Что еще более важно, во многих отраслях эффекты экономии за счет масштаба и кривой опыта сегодня менее актуальны, а доля рынка больше не является сильным фактором, прогнозирующим прибыльность и генерирование денежных средств. Как следствие матрица доли рынка и роста в ее первоначальном виде редко применяется сегодня.

После успешного введения БКГ (BCG) в 1970 году матрицы роста и доли рынка другие консалтинговые фирмы быстро последовали их примеру

и выдвинули свои собственные подходы к анализу портфеля (Nippa M. et al., 2011). По заданию «Дженерал Электрик» компания «МакКинзи энд кампэни» (McKinsey & Company) разработала то, что стало известно как матрица из девяти блоков «Дженерал Электрик»—«МакКинзи» (GE/McKinsey). В ней используется около дюжины показателей для оценки привлекательности отрасли и еще дюжина для оценки конкурентной позиции. Консалтинговая фирма «Артур Де Литтл» (Arthur D. Little) предложила матрицу бизнес-профиля, в которой стадия зрелости отрасли отображалась в сопоставлении с конкурентной позицией бизнес-предприятия. Подробно данные матрицы изложены в (Стратегический менеджмент, 2012).

Несмотря на быстрое и широкое признание корпоративным руководством, концепции портфеля с самого начала подвергались критике в научной литературе (Untiedt R. et al., 2012). Помимо общего спора относительно того, что корпоративная диверсификация не нужна, поскольку те же преимущества могут быть легче получены инвесторами, владеющими портфелем акций широкого диапазона, эта критика ставит под сомнение общую обоснованность концепций портфеля, а также лежащие в их основе допущения и адекватность применения этих инструментов.

Критики, ставящие под сомнение общую обоснованность концепций портфеля, в основном предостерегали от риска чрезмерного упрощения сложных и взаимозависимых стратегических решений многопрофильных компаний. Они ставили под сомнение идею определения стратегии на основе позиционирования той или иной бизнес-единицы в простой двумерной сетке, в частности потому, что стратегические рекомендации могут быть очень чувствительны к конкретному инструменту анализа портфеля. Хотя эти предостережения, безусловно, оправданы, основываются они на наивном предположении, что инструменты анализа портфеля используются чисто механически для замены процедуры принятия стратегических решений. Конечно, анализ портфеля не дает автоматических ответов, но его следует использовать для постановки правильных вопросов, а также для направления и поддержки стратегического мышления. В таком контексте простота матрицы портфеля может быть важным преимуществом, но не должна приводить к преждевременным выводам.

В целом многие современные исследователи считают, что ценность анализа портфеля заключается не столько в используемой нами концепции или его результатах, сколько в самом процессе проведения анализа. Систематическая оценка компаний, входящих в портфель, приводит к гораздо более важным стратегическим вопросам и выводам, чем может быть отражено в простой ма-

трице портфеля. Таким образом, эффективный инструмент анализа портфеля акцентирует внимание руководства на ключевых стратегических вопросах, поддерживает стратегическое мышление и обеспечивает общую основу для принятия решений на корпоративном уровне.

Определение стратегических бизнес-единиц

Отправной точкой любого анализа корпоративного портфеля является определение единиц портфеля. Для некоторых компаний ответ будет ясен, поскольку они состоят из бизнес-единиц, которые также рассматриваются как подразделения, соответствующие для осуществления управления в рамках корпоративного портфеля. Для других компаний с более крупными диверсифицированными подразделениями или функциональной, или региональной организацией определение единиц портфеля менее ясно. Существующие организационные подразделения могут быть хорошей отправной точкой, но то, что мы действительно ищем, – это срез портфеля, который бы позволил руководству корпоративного уровня определить согласованные стратегические и финансовые цели для подразделений и соответствующим образом распределить ресурсы.

Во многих компаниях соответствующий уровень стратегических бизнес-единиц (СБЕ) может быть ниже первого организационного уровня. Рассмотрим пример немецкого химико-фармацевтического конгломерата «Байер» (Bayer). В течение многих лет компания была организована из трех подгрупп, которые объединяли направления ее деятельности в области здравоохранения, растениеводства и материаловедения. Каждая подгруппа состояла из нескольких бизнес-подразделений. Например, подгруппа здравоохранения включала бизнес-подразделения по фармацевтике, лечению диабета, диагностике и потребителю здоровью. В то время как подгруппы были очень независимы в управлении оперативными бизнес-единицами, управление портфелем осуществлялось на уровне группы, а подразделения портфеля состояли из более чем 20 бизнес-единиц. В других компаниях мы даже сталкивались с тем, что структура организации корректировалась после тщательного анализа корпоративного портфеля в соответствии с парадигмой Чандлера (Chandler), согласно которой структура следует за стратегией.

В обзорном исследовании практики управления корпоративным портфелем, проводившемся среди крупнейших компаний мира (Pidun U., Kruhler M., 2011), почти 70% компаний сообщили, что они определяют свои СБЕ на основе линеек продуктов, в то время как другие распределились следующим образом: опирались на принцип организационных единиц (38%), по географиче-

ческим зонам (31%) или по группам клиентов (22%). Участвующие компании сообщили, что среднее количество СБЕ в их портфеле – 9, при этом только четверть компаний управляли более чем 15 СБЕ. Это по сравнению со средним числом 30 СБЕ из исследования, опубликованного тремя десятилетиями ранее (Haspeslagh P., 1982), что может отражать непрекращающееся давление на многие компании, заставляющее их сосредоточить внимание на ключевых предприятиях в портфеле и отказаться от непрофильных видов деятельности.

Предлагается применить шесть критериев определения стратегических бизнес-единиц. Первые два требования стратегические:

- *стратегическая однородность*: виды деятельности, объединенные в СБЕ, должны иметь общие и последовательные стратегические задачи, и факторы успеха. В противном случае будет нецелесообразно определять единый набор стратегических приоритетов и финансовых целей деятельности СБЕ. Этот критерий поощряет набор большего количества более мелких однородных СБЕ;

- *стратегическая независимость*: виды деятельности, объединенные в одну СБЕ, должны быть в значительной степени независимы от видов деятельности других СБЕ. Это необходимо для того, чтобы решения и цели, касающиеся портфеля, могли устанавливаться индивидуально для каждой СБЕ, не принимая во внимание возможные последствия для остальной части портфеля. Конечно, степень соответствия этому критерию зависит от уровня синергии в портфеле. Однако в целом он требует меньшего числа более крупных СБЕ и прямо противоречит первому критерию стратегической однородности.

Следующие два критерия представляют собой управленческие требования:

- *уровень принятия важных решений*: СБЕ должны представлять тот уровень, на котором корпоративное руководство хочет принимать стратегические решения. Это зависит не только от размера и состава портфеля, но и от корпоративной стратегии материнской компании. В приведенном выше примере исполнительный совет «Байер» решил на более низком уровне (более 20 бизнес-подразделений) осуществлять стратегическое управление портфелем. В целом, чем более практичен стиль руководства материнской компании, тем глубже уровень вовлеченности и тем больше количество СБЕ;

- *управленческая подотчетность*: ответственность за реализацию и достижение стратегических и финансовых целей СБЕ должна быть четко определена. Это требует согласованности действий СБЕ и организационных единиц. По крайней мере, следует избегать объединения в СБЕ нескольких

организационных единиц, что может привести к разделению управленческой ответственности.

Последние два критерия отражают практические соображения:

- *доступность данных*: для оценки и последовательного управления СБЕ необходимо располагать внутренними финансовыми данными, а также информацией о рынке и конкурентах на соответствующем уровне. Внутренние финансовые данные, как правило, могут быть предоставлены во всех необходимых разрезах, хотя для этого могут потребоваться значительные усилия. Однако доступность внешней информации может вынудить компанию использовать определения СБЕ, отражающие типичные структуры рынка и конкурентов. Это важно, потому что внешний бенчмаркинг представляет собой ключевой элемент эффективного анализа портфеля;

- *управляемое количество*: общее количество СБЕ также должно быть ограничено возможностями управления на корпоративном уровне. В случае стратегии материнской корпорации, направленной на глубокое стратегическое участие в деятельности отдельных предприятий, вряд ли возможно создать портфель из более чем 15–20 СБЕ. Количество СБЕ также будет влиять на подход к анализу портфеля: чем больше СБЕ, тем более стандартизированным (а не индивидуализированным для каждой единицы) должен быть подход, тем меньше деталей может быть обработано при анализе единиц, и тем меньше будет глубина анализа при обсуждении отдельных подразделений на уровне исполнительного комитета.

Практика показывает, что разные критерии могут быть противоречивы, и в большинстве случаев подобрать определение СБЕ, отвечающее всем критериям, невозможно. Как правило, важный критерий стратегической однородности и потребность руководства на корпоративном уровне в постановке подробных целей требуют большего количества более детализированных СБЕ, в то время как потребность в стратегической независимости между СБЕ и практические соображения, касающиеся доступности данных и управляемости, будут ограничивать их количество. Окончательный выбор будет представлять собой компромисс, наилучшим образом соответствующий общим целям компании.

Выбор концепции анализа портфеля

После того как компания определит свои СБЕ как единицы для анализа портфеля, она должна выбрать концепцию анализа портфеля. Универсальной методологии анализа портфеля не существует. Правильный подход зависит от конкретной ситуации в компании, ее основных отраслей, степени диверси-

фикации, финансовых показателей и амбиций. Например, фармацевтическая компания будет использовать более длительный временной горизонт для стратегической оценки своих бизнес-единиц, чем продовольственный ритейлер с гораздо более коротким инвестиционным горизонтом. Широко диверсифицированному конгломерату необходимо использовать более общие критерии для сравнения предприятий в своем портфеле, чем компании, сосредоточенной только на одной отрасли, которая может использовать отраслевые стратегические и финансовые показатели эффективности. Финансово ориентированный инвестор, который покупает и продает бизнес-предприятия (например, частная инвестиционная компания), будет уделять больше внимания краткосрочным финансовым критериям, чем семейная компания с инвестиционным горизонтом, охватывающим несколько поколений.

На практике при выборе конкретного подхода к анализу портфеля необходимо сделать множество вариантов выбора, например:

- Какие ракурсы следует использовать для оценки портфеля?
- Какие критерии следует использовать при оценке ракурсов анализа?
- Должен ли анализ сосредотачиваться на количественных показателях или также использовать качественные оценки?
- Должен ли анализ опираться на реальные цифры или основываться на будущих ожиданиях?
- Следует ли объединять различные критерии с помощью скоринговой модели оценки или нет?
- Следует ли интегрировать различные ракурсы анализа в одну всеобъемлющую концепцию?

Первым и главным решением будет выбор ракурсов анализа, в которых нам следует рассматривать портфель. Анализ литературы по исследуемому вопросу показывает, что особое значение имеют четыре аспекта портфеля:

- *через призму рынка*: каковы основной стратегический потенциал СБЕ по меркам привлекательности базового рынка и ее конкурентная позиция на этом рынке? Бизнес-предприятие считается привлекательным, если оно имеет сильную конкурентную позицию на привлекательном рынке;
- *через призму ценности*: насколько финансово устойчивым является та или иная СБЕ по меркам ее текущего финансового положения и потенциала создания ценности в перспективе? Бизнес-предприятие считается привлекательным, если сегодня оно демонстрирует стабильно высокие финансовые показатели и имеет благоприятные перспективы создания ценности, обещающие хорошую выручку от будущих инвестиций;

- *через призму распределения ответственности:* в какой степени компания эффективна как владелец СБЕ исходя из преимуществ материнской структуры и преимуществ связей, которые компания этому бизнес-предприятию предоставляет? Бизнес-предприятие считается привлекательным, если оно получает явные выгоды от материнской компании и имеет сильную синергию с другими бизнес-предприятиями в портфеле;

- *через призму риска:* каков профиль риска-доходности СБЕ, и в какой степени он влияет на общий риск портфеля? Бизнес-предприятие считается привлекательным, если оно предлагает стабильно высокую доходность при приемлемом риске и если его индивидуальные факторы риска не сильно коррелируют с остальной частью портфеля.

Эти четыре ракурса анализа предъявляют очень разные требования к предприятиям в портфеле. В идеале они должны быть взаимосвязаны: бизнес-предприятие, желательное в портфеле, имеет сильную конкурентную позицию на привлекательном рынке, получает выгоду от поддержки со стороны материнской компании и синергии с другими бизнес-предприятиями в портфеле и переводит эти преимущества в стабильно высокие финансовые показатели и благоприятную перспективу создания ценности при приемлемом профиле риска. На практике, однако, различные ракурсы анализа часто дают противоположные результаты, которые, как мы покажем далее, приводят к важным стратегическим вопросам и выводам.

Следует заметить, что эффективный анализ портфеля не обязательно должен охватывать все четыре ракурса. Например, анализ через призму распределения ответственности важен для разработки долгосрочной стратегии портфеля, но менее актуален для ежегодного управления портфелем, поскольку преимущество распределения ответственности меняется реже. Анализ через призму риска сложнее всего реализовать на практике, и применять его следует только в том случае, если взгляд с точки зрения рисков особенно важен, например в случае больших различий в профилях риска разных СБЕ или в семейных компаниях, где диверсификация риска – важный фактор в стратегии портфеля. Аналогичным образом компании могут принять решение о включении в анализ своего портфеля дополнительных ракурсов, например анализ через призму устойчивого развития, оценивающий, в какой степени СБЕ способствуют достижению целей корпорации в области устойчивого развития.

Теперь обсудим эти четыре ключевых ракурса анализа портфеля более подробно, а затем объясним, как их можно интегрировать, чтобы сделать выводы для отдельных СБЕ и портфеля в целом.

Через призму рынка

Основополагающий стратегический потенциал бизнес-предприятия зависит от привлекательности рынка, на котором оно осуществляет свою деятельность, и от относительной конкурентной позиции, которую оно на этом рынке занимает. Большинство ранних концепций анализа портфеля, разработанных в 1970-х годах, были сосредоточены на рыночном аспекте и предлагали различные способы оценки рыночной привлекательности и конкурентной позиции.

Для начала важнейшим вопросом является определение рынка, соответствующего для каждой СБЕ. Одним из преимуществ систематизированного анализа портфеля является то, что он поднимает вопрос о соответствующем рынке. *Определение рынка* устанавливает границы для последующей разработки стратегии, потому что оно определяет амбиции: хотим ли мы быть большой рыбой в маленьком пруду или, лучше, маленькой рыбой в большом пруду? Например, если данная СБЕ в настоящее время осуществляет свою деятельность только в России, ограничит ли она для себя актуальный рынок России или определит его как глобальный рынок для своей продукции? Во многих случаях узкое определение рынка на самом деле не вариант, потому что клиенты и конкуренты все чаще действуют на глобальной основе. Аналогичным образом, ограничит ли СБЕ свое определение рынка продуктами, которые она уже продает (скажем, мыло и моющие средства), или откроет его для более широких категорий продукции (скажем, товаров для дома), чтобы обеспечить расширение на сопутствующие товары, которые могут продаваться тем же клиентам под тем же брендом? Например, когда Джек Уэлч (Jack Welch), бывший генеральный директор «Дженерал Электрик», был недоволен слишком узким определением рынка многих предприятий, входящих в состав «Дженерал Электрик», он потребовал, чтобы каждый руководитель бизнес-подразделения дал определение рынка, в котором доля его предприятия составляет менее 10%.

На *привлекательность рынка* может влиять множество различных факторов: размер и темпы роста рынка, прибыльность рынка, интенсивность и динамика конкуренции, барьеры для выхода на рынок, структура и поведение клиентов, конкуренция за каналы сбыта и распределения, структура и поведение поставщиков, угроза замещения, технологические изменения, регулирование и многое другое. Аналогичным образом, множество различных факторов можно использовать для описания *конкурентной позиции* бизнес-подразделения на данном рынке, как то доля рынка или относительная доля рынка, относительная прибыльность, относительные темпы роста, технологическое

положение, сила бренда или относительная позиция по отношению к любому другому ключевому фактору успеха конкретного рынка.

Какие критерии окажутся наиболее актуальны, зависит от типа бизнес-предприятия.

Например, на высокодоходном растущем рынке важными факторами становятся барьеры для входа, они определяют будущую привлекательность рынка, в то время как на зрелом, менее прибыльном рынке более важным фактором может быть понимание будущего поведения клиентов и поставщиков. На некоторых рынках с сильным эффектом экономии за счет масштаба (например, в фармацевтической промышленности) относительная доля рынка – важный фактор успеха, в то время как на других конкурентное позиционирование лучше характеризуется силой бренда (пивоваренная отрасль) или онлайн-присутствием (туроператоры).

Это означает, что каждая компания, приступающая к систематическому анализу портфеля, должна тщательным образом разработать свою конкретную концепцию и выбрать собственные критерии для оценки СБЕ, входящих в портфель. Это еще сложнее, потому что ко всем СБЕ должен применяться согласованный набор критериев, чтобы обеспечить справедливое сравнение.

Но есть некоторые общие рекомендации, которые могут поддержать этот выбор, и связаны они с концепцией пулов прибыли (рис. 2.5). Что мы действительно хотим оценить через призму рынка, так это присущий СБЕ основополагающий потенциал получения прибыли в будущем. Таким образом, рыночная привлекательность – косвенный показатель будущего *размера* пулов прибыли, которыми СБЕ сможет пользоваться, а конкурентная позиция выступает как косвенный показатель будущей доли в этих пулах прибыли, на которую СБЕ может претендовать. Будущий размер пулов прибыли на данном рынке зависит от сегодняшнего размера рынка и его прибыльности (эти факторы вместе определяют сегодняшние пулы прибыли), а также от будущего роста рынка и всех факторов, влияющих на прибыльность рынка в будущем (а она в основном определяется интенсивностью конкуренции). Таким образом, чтобы охватить все важные факторы привлекательности рынка, концепция пула прибыли требует включения в анализ портфеля таких факторов, как размер рынка, прибыльность рынка, темпы роста рынка и интенсивность конкуренции. Аналогичным образом, будущая доля СБЕ в пулах прибыли зависит от ее доли на рынке и относительной прибыльности (факторов, которые определяют долю СБЕ в сегодняшних пулах прибыли), а также от ее относительных темпов роста и всех факторов, влияющих на ее относительную прибыль в будущем

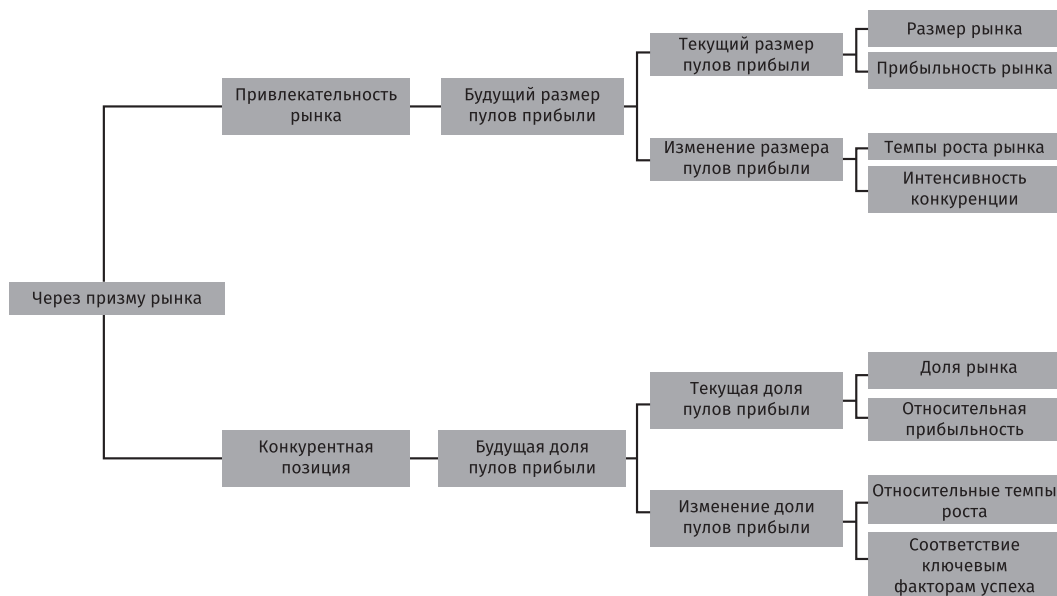


Рис. 2.5. Концепция пула прибыли для анализа через призму рынка

(а это в основном определяется степенью, в которой СБЕ соответствует будущим ключевым факторам успеха (КФУ) на рынке по сравнению со своими конкурентами).

Таким образом, чтобы охватить все важные факторы привлекательности рынка, концепция пула прибыли требует включения в анализ портфеля таких факторов, как размер рынка, прибыльность рынка, темпы роста рынка и интенсивность конкуренции.

Большинство этих критериев можно рассматривать как переменные результаты: рост и прибыльность рынка или доля рынка и относительная прибыльность СБЕ являются наблюдаемыми результатами развития, направлять которые может ряд лежащих в основе факторов, таких как тенденции потребительского спроса, изменения в законодательстве, инновации, конкурентное поведение, новые игроки рынка и многие другие. Для большинства диверсифицированных портфелей важность этих внутренних факторов будет различаться в зависимости от СБЕ, и в этом случае рекомендуется делать акцент на переменных результатах более высокого уровня, чтобы можно было сравнивать рыночную привлекательность и конкурентную позицию от СБЕ к СБЕ. Конечно, по-прежнему важно критически оценивать основные движущие

щие силы рынка и конкуренции на уровне СБЕ, чтобы понять, каковы будут развитие рынка и позиции СБЕ в будущем.

Не все критерии анализа портфеля можно легко представить количественно. Как уже говорилось, интенсивность конкуренции – важный фактор будущей прибыльности рынка, а та степень, в которой СБЕ соответствует будущим ключевым факторам успеха на том или ином рынке, будет определять ее конкурентную позицию. Оба эти критерия нельзя измерить напрямую и обобщить в простом показателе, таком как темпы роста рынка или доля рынка. Все же рекомендуется включать их (или другие важные качественные критерии) в анализ портфеля и использовать простую шкалу для классификации относительных позиций СБЕ. Например, интенсивность конкуренции может быть оценена для каждой СБЕ по пятибалльной шкале от «очень высокой» до «очень низкой».

Однако итоговую оценку важно обосновать исходя из более подробного анализа по каждой СБЕ. Например, анализ ключевых факторов успеха СБЕ может включать в себя список из пяти наиболее важных факторов, определяющих (будущий) успех на данном рынке с расставленными приоритетами, и относительную оценку СБЕ в сравнении с тремя наиболее важными ее конкурентами на всех этапах этих пяти факторов. Эта оценка должна дополнительно подкрепляться данными опросов клиентов, анализа патентов, сравнения структур затрат или любого другого анализа, поддерживающего оценку СБЕ в сравнении с ее конкурентами. Именно такой глубокий уровень анализа создает новые идеи и приводит к постановке правильных стратегических вопросов, даже если он обобщен только в простой оценке, которая служит одним из входных параметров оценки конкурентной позиции СБЕ.

Если же мы используем несколько критериев для оценки рыночной привлекательности и конкурентной позиции, появляется следующая проблема: как интегрировать эти различные критерии в общую оценку. Очевидный ответ – использовать скоринговую модель (см. пример на рис. 2.6). Она применяется в несколько этапов. Прежде всего мы должны выбрать критерии для измерения рыночной привлекательности и конкурентной позиции. В данном примере, поскольку портфель содержит довольно диверсифицированный набор предприятий, мы следуем концепции пула прибыли, описанной выше, и ограничиваемся переменными общих результатов.

На втором этапе мы должны определить показатели для различных переменных, для этого нужно сделать много вариантов выбора. Например, в зависимости от наличия информации о конкурентах можно измерять прибыльность

	Критерии	Их вес	Оценка				
			1	2	3	4	5
Привлекательность рынка	Размер рынка (млрд долларов США)	25%	< 5	< 10	< 20	< 50	> 50
	Прибыльность рынка (ЕВИТ-показатель/продажи)	25%	< 0%	< 2%	< 5%	< 10%	> 10%
	Темпы роста рынка (% , ежегодно)	25%	< 0%	< 2%	< 4%	< 6%	> 6%
	Интенсивность конкуренции	25%	Очень высокая		Средняя		Очень низкая
Конкурентная позиция	Относительная доля рынка	25%	< 0,1	< 0,4	< 0,7	< 1,0	> 1,0
	Относительная прибыльность	25%	< 0,1	< 0,5	< 1,0	< 1,5	> 1,5
	Относительные темпы роста	25%	< 0,1	< 0,5	< 1,0	< 1,5	> 1,5
	Соответствие ключевым факторам успеха	25%	<<конкуренция = конкуренция >> конкуренция				

Рис. 2.6. Пример скоринговой модели для анализа через призму рынка

рынка как прибыль от вложенного капитала или как маржу ЕВИТ, и мы можем определять ее как среднюю прибыльность конкурентов или как прибыльность, достигнутую лучшим конкурентом. Мы можем измерить темпы роста рынка на основе самых последних актуальных данных (таких как совокупный годовой темп роста за последние 3 года) или на основе ожидаемых будущих темпов роста из отраслевых отчетов. Относительную прибыльность и относительный темп роста рынка можно измерить в сравнении со средним значением соответствующей группы аналогичных предприятий или же в сравнении с самым сильным конкурентом, в зависимости от собственных амбиций. Единого наилучшего подхода не существует, но зависит он от отраслевых характеристик, наличия данных и приоритетов конкретной компании.

На третьем этапе нужно преобразовать отдельные показатели в одни и те же единицы, которые мы могли бы объединить в общую оценку рыночной привлекательности и конкурентной позиции. В данном примере мы используем оценку по пятибалльной шкале (рис. 2.6). Преобразование метрической шкалы (такой как темпы роста рынка или доля рынка) в порядковую требует

осмысления и рассуждения. Например, считать ли годовой темп роста рынка в 3% низким, средним или высоким, зависит от состава портфеля и корпоративных амбиций. Есть два способа справиться с этой проблемой: при абсолютной оценке портфеля калибровка делается по широким отраслевым образцам. Например, темпы роста мирового (национального) ВВП берутся за средние темпы роста, с которыми сравниваются темпы роста рынков компании.

В отличие от этого при относительной оценке портфеля калибровка делается по среднему значению собственного портфеля, а средний темп роста рынка всех СБЕ считается средним уровнем. Оба способа калибровки приводят к разным выводам: абсолютная калибровка позволяет оценить портфель компании, по сравнению с портфелями других организаций (сильный ли у нас портфель?), в то время как относительная калибровка позволяет оценить только относительные позиции разных СБЕ (какие СБЕ в нашем портфеле наиболее привлекательны?).

И наконец, мы должны определить вес различных критериев, чтобы рассчитать суммарную оценку привлекательности на рынке и оценку конкурентной позиции. В своем примере мы используем равные значения веса для четырех факторов, соответственно, но в зависимости от приоритетов компании могут использоваться разные значения веса.

Как только оценочная модель будет таким образом задана, можно оценивать все СБЕ в соответствии с этой схемой, поддерживая получаемые результаты дублирующим анализом, поясняющим отдельные оценки. На практике это часто приводит к созданию для каждой СБЕ стратегической фактологической базы объемом в 10–50 страниц, которая может служить важным сборником статистических данных для последующих стратегических дискуссий. Окончательный результат можно обобщить в виде двух отдельных матриц: привлекательности рынка и конкурентной позиции (рис. 2.7). Привлекательность рынка измеряется историческими темпами роста рынка и его текущей прибыльностью, при этом стрелки показывают, как эти два показателя будут развиваться в будущем. Конкурентная позиция измеряется как текущая доля рынка и текущая относительная прибыльность, при этом стрелки показывают ожидаемое будущее развитие обоих показателей. Этот подход имеет некоторые преимущества: соответствующие ключевые факторы рыночной привлекательности и конкурентной позиции показаны явно, а не скрыты, как в скоринговой модели, что повышает прозрачность. Поскольку используются только количественные показатели, будет меньше споров вокруг скрытых предположений и качественных оценок, а оценивание может

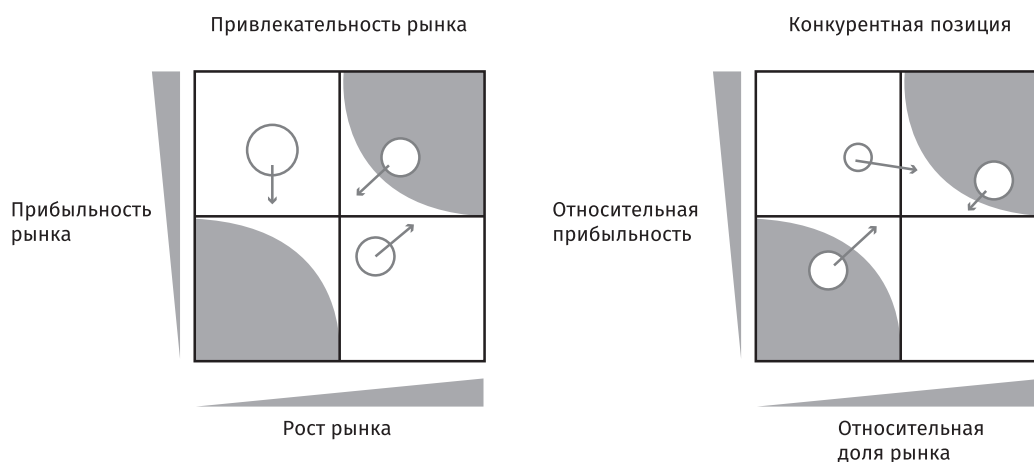


Рис. 2.7. Пример двухматричного обобщенного подхода к анализу через призму рынка

быть сосредоточено на обсуждении ключевых фактов и соответствующих выводов. Кроме того, качественное понимание важных факторов, таких как интенсивность конкуренции или соответствие ключевым факторам успеха, не рассматривается явно, а лишь отражено в виде стрелок, указывающих на ожидаемое развитие в будущем. Однако более глубокая и качественная информация такого рода также может быть предоставлена в виде дублирующих вариантов для подкрепления результатов основного анализа и включена в базу стратегических фактов по каждой СБЕ.

Проведенный анализ показал, что примерно половина компаний предпочитают метод скоринговой модели, а другая половина старается его избегать (Pidun U., 2019). Некоторые крупные промышленные конгломераты недавно отошли от своих традиционных сложных скоринговых моделей анализа портфеля и приняли упрощенный подход с несколькими матрицами.

Из приведенного выше обсуждения должно быть ясно, что оба подхода имеют свои преимущества и ограничения. Важно заметить, чтобы увидеть общую картину и не утонуть в деталях, при обсуждении корпоративного портфеля требуется определенный уровень упрощения. Однако анализ портфеля никогда не должен превращаться в «черный ящик»; лица, принимающие решения, всегда должны придерживаться полной прозрачности в отношении используемых критериев и допущений. Если вы осознаете риски упрощения, вы можете их избежать.

Через призму ценности

Если оценка через призму рынка рассматривает основополагающий стратегический потенциал СБЕ, то анализ через призму ценности рассматривает, в какой степени этот потенциал преобразуется в фактические финансовые показатели. В своих двух измерениях анализ через призму ценности представляет *финансовое состояние* отдельных СБЕ и их *потенциал создания ценности в будущем*.

Ось финансового состояния показывает, в какой степени СБЕ способна генерировать адекватную прибыль. Хотя прошлые показатели эффективности, кажется, менее важны для решений о будущем корпоративного портфеля, они представляют собой важную отправную точку и якорь для понимания того, как прошлые стратегические решения могут быть преобразованы в прибыль для компании. Лучший способ оценить адекватность прибыли СБЕ – это рассчитать доход на вложенный в СБЕ капитал и сравнить ее с соответствующей стоимостью капитала. Наименее предвзятыми показателями являются доходность инвестиций на основе потока денежных средств (CFROI) как показатель рентабельности и средневзвешенная стоимость капитала (WACC) в качестве пороговой ставки доходности (вставка 2.5).

Однако лишь немногие компании регулярно составляют такой показатель доходности инвестиций на основе потока денежных средств, как CFROI, поэтому прагматичной альтернативой является использование показателя рентабельности на вложенный в СБЕ капитал (ROCE), основанного на балансовой стоимости активов. Большинство компаний используют корпоративный показатель WACC в качестве пороговой ставки доходности для всех СБЕ; некоторые компании предпочитают использовать для разных СБЕ дифференцированные пороговые ставки.

Вставка 2.5. Измерение финансового состояния и создания ценности

Хороший способ измерить финансовое состояние бизнес-предприятия – рассмотреть коэффициент возврата на капитал от прошлых инвестиций. Наилучший доступный показатель – это доходность инвестиций на основе потока денежных средств (CFROI). Он сравнивает устойчивый денежный поток бизнес-предприятия с первоначальными валовыми инвестициями:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Устойчивый денежный поток}}{\text{Общая сумма капиталовложений}}.$$

Если показатель CFROI бизнес-предприятия выше, чем его средневзвешенная стоимость капитала (WACC), бизнес-предприятие создает ценность сверх мини-

мальной прибыли, требуемой инвесторами, и может считаться, что оно находится в стабильном финансовом положении. CFROI – показатель относительной ценности, он выражается в процентах. Общая абсолютная ценность, создаваемая бизнес-предприятием, может быть рассчитана как его денежная добавленная стоимость (CVA). CVA – показатель экономической прибыли, который уменьшает устойчивый денежный поток бизнес-предприятия на стоимость капитала и может быть рассчитан как:

$$CVA = (CFROI - WACC) \times \text{Совокупная сумма капиталовложений.}$$

Проблема CFROI и CVA заключается в том, что большинство компаний не практикуют регулярный сбор данных относительно показателей эффективности на основе наличных средств, таких как устойчивый денежный поток. Также традиционные системы бухгалтерского учета ведут учет не первоначальных валовых инвестиций, а только балансовой стоимости после амортизации. В этом случае прагматичной альтернативой CFROI может быть показатель прибыли на вложенный капитал (ROCE), который рассчитывается на основе бухгалтерской чистой прибыли от основной деятельности после вычета налогов (NOPAT) и балансовой стоимости задействованного капитала:

$$ROCE = \frac{\text{Прибыль от основной деятельности после вычета налогов}}{\text{Задействованный капитал}}.$$

Подобным образом показатель CVA можно приблизительно рассчитать по приросту капитализации (EVA):

$$EVA = (ROCE - WACC) \times \text{Задействованный капитал.}$$

Если ROCE и EVA используются как косвенные показатели для измерения финансового состояния компании и создания абсолютной ценности, важно знать о возможных искажениях бухгалтерского учета. Например, показатель ROCE бизнес-предприятия может быть искусственно увеличен, если предприятие имеет на балансе устаревшие, в основном списанные активы.

При необходимости такие искажения можно скорректировать, используя такой показатель, как стоимость замещения, а не балансовая стоимость используемого капитала.

Источник: Hawawini G., Viallet C. Finance for executives. Cengage Learning (EMEA). Andover, 2015; Brealey R.A., Myers S.C. Principles of corporate finance. McGraw Hill, New York, NY, 2014.

Финансовое состояние следует измерять на основе самых последних актуальных показателей, но во избежание искажений, вызываемых воздействием экстраординарных обстоятельств или экономических циклов со спадами и подъемами, можно применять метод нормализации или использовать средние значения за последние 3 года. Если доходность СБЕ превышает пороговую

ставку, она оправдывает стоимость вложенного в нее капитала, и положение такой СБЕ может считаться финансово благополучным. Это эквивалентно заявлению, что СБЕ получает положительную доходность от прошлых инвестиций и может быть хорошим показателем ожидаемой отдачи от будущих инвестиций. И наоборот, неэффективная СБЕ, которая в настоящее время не окупает стоимость вложенного в нее капитала, нуждается в веских аргументах, почему ее будущее должно отличаться от прошлого и как можно оправдать дополнительные инвестиции в нее.

В некоторых случаях данные ROCE на уровне СБЕ недоступны, и их нелегко получить, поскольку не существует простого способа распределения активов по СБЕ. В некоторых компаниях задействован очень низкий или даже отрицательный капитал, что препятствует использованию ROCE в качестве показателя доходности. В таких случаях альтернативой может быть показатель маржи операционной прибыли EBIT. Однако следует заметить, что маржа операционной прибыли EBIT сильно зависит от отрасли и бизнес-модели. Предприятия с высоким оборотом капитала (высокие показатели отношения продаж к вложенному капиталу), к примеру, как многие предприятия розничной торговли, получают достойную прибыль, даже если их маржа операционной прибыли EBIT составляет всего 2–3%. И напротив, капиталоемкие предприятия (такие как тяжелая промышленность или операционные системы аэропортов) нуждаются в очень высокой марже операционной прибыли EBIT в размере 30–40%, чтобы окупить стоимость вложенного капитала. Если все СБЕ в портфеле имеют схожие бизнес-модели и схожую капиталоемкость, уместно использовать общую пороговую ставку для маржи операционной прибыли EBIT в СБЕ. В противном случае пороговые ставки маржи EBIT должны быть дифференцированы от СБЕ к СБЕ.

Второй критерий измерения при анализе через призму ценности ориентирован на перспективу и оценивает будущий потенциал СБЕ относительно создания ценности. Создание ценности может происходить за счет развития бизнес-предприятия или за счет повышения его доходности. Показателем, который включает в себя оба этих фактора создания ценности, может быть экономическая прибыль, в идеале измеряемая в денежном выражении (денежная добавленная стоимость (CVA)), но на практике наиболее часто измеряемая в рамках бухгалтерского учета (экономическая добавленная стоимость (EVA)) (см. вставку 2.5). Если существующую базу активов невозможно распределить по СБЕ и рассчитать экономическую прибыль на уровне СБЕ, абсолютный показатель EBIT может быть заменой этому по-

казателю (мы знаем, что в этом случае не учитывается стоимость капитала, необходимого для будущего роста прибыли).

Ожидаемые темпы роста экономической прибыли (CVA или EVA) СБЕ являются хорошим показателем ее потенциала создания ценности. В качестве альтернативы, в частности, если некоторые СБЕ начинают с очень малой или даже отрицательной экономической прибыли, что может привести к очень высоким или даже отрицательным темпам роста, ожидаемое изменение экономической прибыли, нормализованное по инвестиционной базе за год начала деятельности (валовые инвестиции – в случае CVA, задействованный капитал – в случае EVA), можно использовать в качестве показателя создания ценности. И в том, и в другом случае устраняются искажения, вызываемые различиями в размерах СБЕ, и все СБЕ оцениваются на основе относительного улучшения их экономической прибыли.

Откуда брать данные для оценки потенциала СБЕ в создании ценности? В большинстве случаев хорошей отправной точкой могут стать существующие финансовые планы. Однако не следует их воспринимать как нечто само собой разумеющееся, их нужно подвергать критическому анализу со стратегической точки зрения, чтобы избежать предубеждений, которые можно найти во многих корпоративных планах. Стратегические базы данных, разработанные для анализа через призму рынка, могут стать важным инструментом для пересмотра существующих финансовых планов, поскольку они предоставляют информацию о тенденциях на рынке и о конкурентной ситуации, которая должна быть отражена в показателях эффективности будущей деятельности СБЕ.

Как определить правильный временной горизонт для оценки потенциала создания ценности? В целом временной горизонт анализа портфеля должен соответствовать временному горизонту разработки корпоративной стратегии. Если компания хочет разработать долгосрочную стратегию на следующие 10 лет, оценка развития рынка, конкурентной среды и потенциала создания ценности также должна охватывать этот временной горизонт. Однако в большинстве случаев временной горизонт анализа портфеля совпадает с горизонтом стратегического планирования компании. Хотя все зависит от конкретной отрасли, обычно он охватывает 3–5 лет, что также будет хорошими временными рамками для разработки корпоративной стратегии.

На рис. 2.8 показан пример того, как анализ через призму ценности может быть представлен в простой матрице. Как и при анализе через призму рынка, СБЕ представлены кружками, размер которых пропорционален вложенному в них капиталу, что указывает на относительный размер финансовых

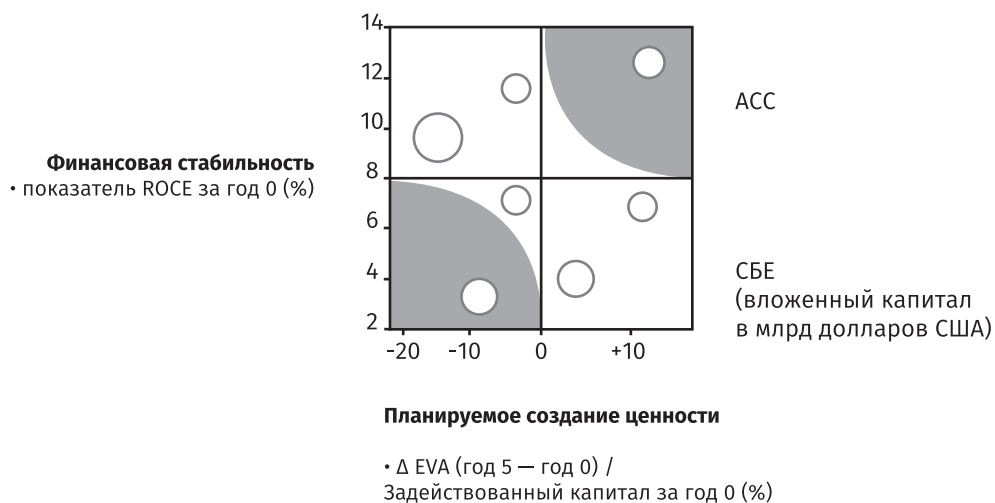


Рис. 2.8. Пример сводной матрицы для анализа через призму ценности

обязательств. В отличие от анализа через призму рынка, здесь есть две четкие разделительные линии, которые разбивают матрицу на четыре квадранта: на вертикальной оси координат пороговая ставка (в примере, определяемая как корпоративный показатель WACC) отделяет СБЕ, которые финансово здоровы и окупают свои затраты капитала от тех, которые находятся в нестабильном финансовом положении. На горизонтальной оси координат СБЕ с положительным потенциалом создания ценности отделены от СБЕ с негативным прогнозом.

Полученные в результате четыре квадранта приводят к постановке различных стратегических вопросов и различным выводам. СБЕ в верхнем правом квадранте окупают стоимость вложенного в них капитала и имеют положительный прогноз по созданию ценности. Они являются наиболее перспективными кандидатами для будущих инвестиций. СБЕ в нижнем правом квадранте в прошлом не орабатывали стоимость вложенного в них капитала, но в будущем ожидают положительного результата относительно создания ценности. Инвестиции в такие бизнес-предприятия могут быть оправданы, но СБЕ должны предоставить убедительные аргументы, почему их будущее будет отличаться от прошлого. В этот квадрант часто попадают новые предприятия в фазе выхода на стадию роста («вопросительные знаки», как они были представлены в разработанной БКГ (BCG) матрице доли рынка и роста).

СБЕ в верхнем левом квадранте демонстрировали высокие финансовые показатели в прошлом, но имеют негативный прогноз по созданию ценности. Важно понять первопричины такого негативного прогноза (как, к примеру, замедление роста спроса или усиление конкурентного давления), чтобы решить, могут ли быть оправданы дополнительные инвестиции для преломления этой тенденции или стоит ли управлять этими СБЕ с акцентом на денежный поток. И, наконец, СБЕ в нижнем левом квадранте имели неудовлетворительные финансовые показатели в прошлом и не могут предложить четкий путь создания ценности в будущем. Если они не могут представить убедительный план выхода из кризиса и финансового оздоровления, такие предприятия должны обосновать свое участие в портфеле иными способами (например, за счет сильной синергии с другими предприятиями или важного вклада в диверсификацию рисков), или же в противном случае должен быть представлен и серьезно рассмотрен вариант передачи их другому более эффективному владельцу.

Приведенные выше рассуждения показывают, что анализ через призму ценности предлагает совершенно иной взгляд на корпоративный портфель и, таким образом, дополняет выводы, полученные в результате анализа через призму рынка. Прежде чем обсуждать, как различные точки зрения можно интегрировать в общую картину корпоративного портфеля, добавим две дополнительные точки зрения.

Через призму распределения ответственности

Третий подход выходит за рамки вопроса об отдельно взятом стратегическом и финансовом потенциале той или иной СБЕ и исследует, в какой степени эта СБЕ выигрывает от того, что является частью корпоративного портфеля. Вопрос об оптимальном подборе материнской компании кажется довольно радикальным, поскольку можно утверждать, что, если компания не является лучшим владельцем для той или иной бизнес-единицы, стратегия максимизации ценности требует, чтобы она продала эту бизнес-единицу другой компании, для которой она имеет более высокую ценность (другими словами, чтобы найти лучшего владельца), и разделила разницу в стоимости.

Оптимальный подбор материнской компании – не единственный критерий, который должен определять принадлежность предприятия к корпоративному портфелю. Но можно согласиться с тем, что это важный подход, который должен дополнять другие методы анализа портфеля. Поскольку преимущество подбора материнской компании меняется не так часто, анализ через призму распределения ответственности в большинстве компаний, как правило, не яв-

ляется элементом регулярного (ежегодного) процесса пересмотра портфеля, но он очень актуален для разработки корпоративной стратегии на долгосрочную перспективу, когда пересматривается весь состав корпоративного портфеля.

Эта проблема не должна приводить к игнорированию подхода к анализу с точки зрения распределения ответственности, поэтому предлагается прагматичная концепция, основанная на двух источниках преимущества владения: 1) *преимущества материнской структуры*, которые представляют собой выгоды, предоставляемые материнской корпорацией (холдинговой компанией или корпоративным центром, включая исполнительный совет), 2) *преимущества связей*, которые представляют собой синергию с другими бизнес-подразделениями в портфеле.

Концепция преимущества материнской структуры, разработанная Кэмпбеллом и соавт. (Campbell A. et al., 1995), уже была представлена в гл. 1. Когда мы хотим применить к корпоративному портфелю концепцию преимущества материнской структуры, необходимо оценить для каждой отдельно взятой СБЕ чистую выгоду, которую она получает от своей материнской компании, будучи в ее владении. Чистая выгода для каждой СБЕ получается из преимуществ (добавленная материнской компанией ценность) за вычетом недостатков (вычтенная материнской компанией ценность). Простого способа количественной оценки чистого преимущества материнской структуры для СБЕ не существует, но оно может быть оценено руководством на основе некоторых наводящих вопросов. Наиболее важные рычаги создания добавленной ценности со стороны материнской компании и различные способы того, как та или иная СБЕ может пострадать от деятельности материнской компании, будут различаться от организации к организации. На рис. 2.9 показаны некоторые примеры вопросов, отражающих наиболее типичные источники добавленной и вычтенной материнской компанией ценности.

Схема, представленная на рис. 2.9, может быть использована для каждой СБЕ, чтобы оценить, в какой степени она получает выгоду от различных потенциальных источников добавленной материнской компанией ценности и в какой степени страдает от различных потенциальных источников разрушения материнской компанией ценности. Общая оценка чистой добавленной ценности не должна быть простым средним значением результатов отдельных тестовых вопросов, поскольку некоторые факторы могут быть гораздо более важны, чем другие. Однако после осмысления потенциальных рычагов должно быть возможно получить целостную оценку чистого эффекта, а чистая добавленная/вычтенная материнской компанией ценность может быть приблизительно

Создание ценности материнской компанией	Разрушение ценности материнской компанией							
<p>В какой степени СБЕ получает выгоду от следующих источников добавленной ценности материнской компании?</p>	<p>В какой степени СБЕ получает выгоду от следующих источников добавленной ценности материнской компании?</p>							
<ul style="list-style-type: none"> • Финансовые выгоды (более дешевое финансирование, налоги) • Стратегическое направление (ясное видение и цели) • Высшее управление (в долгосрочной перспективе) • Выгоды в человеческих ресурсах (доступ к кадрам, обучение) • Центральные активы (бренды, патенты) • Объединенные функциональные подразделения (бухгалтерия, ИТ) • Поддержка в производственных операциях (экспертиза, мониторинг) 	<ul style="list-style-type: none"> • Слабое понимание ключевых факторов успеха СБЕ • Дорогие корпоративные услуги и высокие накладные расходы • Медленные процессы принятия решений • Конфликты интересов между центром и СБЕ • Недостаточные инвестиционные бюджеты из-за назначенной роли в портфеле • Высокие косвенные затраты на корпоративные нужды • Низкая мотивация из-за небольшой автономии в выполнении своей деятельности 							
<p>Общая оценка</p>	<p>Чистая добавленная ценность материнской компании (% ценности СБЕ)</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <tr> <td>-30%</td> <td>-20%</td> <td>-10%</td> <td>0%</td> <td>+10%</td> <td>+20%</td> <td>+30%</td> </tr> </table> <p>Является ли компания лучшим владельцем для своих бизнес-единиц как материнская компания?</p> <p>Есть ли для этих бизнес-единиц другой владелец, значительно лучший как материнская компания?</p>	-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%
-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%		
<p>Да Нет</p>	<p>Да Нет</p>							

Рис. 2.9. Наводящие вопросы для оценки преимуществ материнской компании

определена в процентах от общей ценности деятельности СБЕ. В большинстве случаев также можно будет указать, является ли данная материнская компания наилучшим возможным владельцем для данной СБЕ или же существует другая компания, которая была бы явно лучше в этой роли.

Конечно, несмотря на попытку рационализировать чистое преимущество материнской структуры и дать ему количественную оценку для каждой СБЕ, такая оценка остается субъективной. Повышение уровня объективности может быть осуществлено за счет того, что данную оценку независимо проводит более широкая группа руководителей высшего звена (из центра и соответствующих бизнес-подразделений, руководителей с разным функциональным опытом). Области серьезных разногласий указывают, где, чтобы прийти к правильной оценке, могут потребоваться дополнительный анализ и обсуждение.

Преимущество связей, второй критерий преимущества владения, также трудно систематически и объективно оценивать, как и преимущество материнской структуры. Большинство компаний думают о синергии только в контексте поглощений и не имеют четкого представления об эффекте экономии за счет масштаба между бизнес-единицами в своем существующем портфеле.

Такая экономия за счет масштаба может быть результатом синергии на высшем уровне (перекрестные продажи или объединение продуктов), синергии затрат (совместные услуги или совместная деятельность в цепочке поставок) или же управленческой синергии (обмен возможностями или опытом между СБЕ). Более того, нас интересуют чистые выгоды для каждой СБЕ, получаемые от связей с другими бизнес-предприятиями в портфеле, но также могут быть и негативные эффекты, например от сложных скоординированных процессов принятия решений или внутренней борьбы за власть между СБЕ.

Подобно подходу к оценке преимущества материнской структуры, целостная оценка преимущества связей может быть основана на наводящих вопросах, которые заставят лица, осуществляющие эту оценку, продумать все важные потенциальные источники преимуществ или недостатков от связей для каждой отдельно взятой СБЕ (рис. 2.10). Данная оценка опять же может быть сведена к вопросу о том, является ли конкретная компания наилучшим из возможных собственников для конкретной СБЕ с точки зрения предоставления преимуществ по связям или же существует другая компания, чей портфель предлагает для нее явно более высокие преимущества относительно связей.

Как мы видели, оба источника преимуществ материнской структуры трудно измерить количественно, и они требуют некоторого осмысления и рассуждения.

Создание ценности за счет связей	Разрушение ценности за счет связей																					
<p>В какой степени СБЕ получает выгоду от следующих источников синергии с другими СБЕ?</p>	<p>В какой степени СБЕ страдает от следующих источников разрушения ценности при установлении связей?</p>																					
<ul style="list-style-type: none"> • Вертикальная интеграция потока продуктов или услуг <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> • Объединение физических активов с другими СБЕ в единый пул <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> • Объединение покупательной способности с другими СБЕ <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> • Координация стратегий борьбы с общими конкурентами <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> • Обмен ноу-хау с другими СБЕ <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> • Совместное развитие новых возможностей для ведения бизнеса <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> 	<ul style="list-style-type: none"> • Перекрестное субсидирование слабых СБЕ <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> • Растраченные ресурсы из-за внутренней координации <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> • Сложные процессы принятия решений <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> • Внутренняя борьба за власть между СБЕ <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> 																					
<p>Общая оценка</p> <p>Чистая добавленная ценность материнской компании (% ценности СБЕ)</p> <p>Является ли компания лучшим владельцем для своих бизнес-единиц как материнская компания?</p> <p>Есть ли для этих бизнес-единиц другой владелец, значительно лучший как материнская компания?</p> <table border="1" style="margin: auto;"> <tr> <td>-30%</td> <td>-20%</td> <td>-10%</td> <td>0%</td> <td>+10%</td> <td>+20%</td> <td>+30%</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Да</td> <td colspan="4">Нет</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Да</td> <td colspan="4">Нет</td> </tr> </table>		-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%	Да			Нет				Да			Нет			
-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%																
Да			Нет																			
Да			Нет																			

Рис. 2.10. Наводящие вопросы для оценки преимуществ связей

Подводя итог, обобщим результаты, полученные при применении анализа через призму распределения ответственности, в упрощенной матрице 3×3 , отражающей преимущество материнской структуры и преимущество связей по двум осям (рис. 2.11). Основываясь на приведенном выше анализе, для классификации каждой СБЕ необходимо ответить только на два вопроса:

- является ли данная компания для СБЕ явно лучшим из возможных владельцев с точки зрения предоставления преимуществ материнской компании/связей;
- есть ли другая компания, которая была бы для данной СБЕ явно лучшим из возможных владельцев с точки зрения предоставления преимуществ материнской компании/связей?

Если на оба вопроса дан ответ «Нет», то такая СБЕ относится к средней категории без существенных преимуществ или недостатков, получаемых за счет материнской компании/связей.

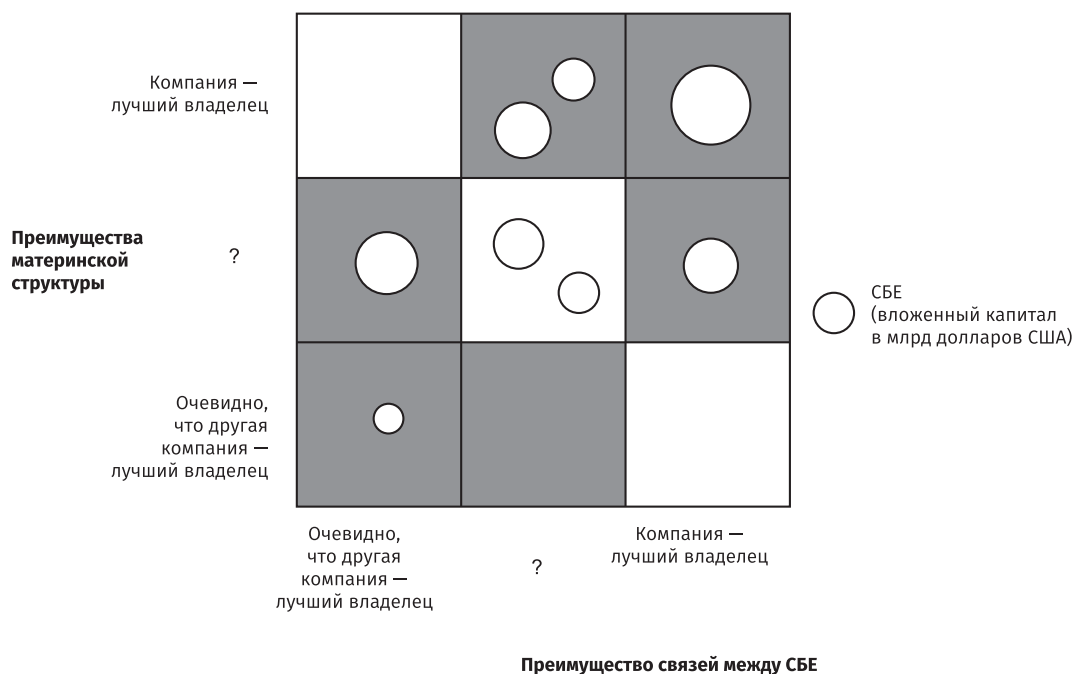


Рис. 2.11. Пример сводной матрицы для анализа через призму распределения ответственности

Как интерпретировать матрицу распределения ответственности? Если нет или есть, но только ограниченное преимущество, получаемое за счет материнской компании/связей, следует серьезно рассматривать вопрос о передаче СБЕ более подходящему владельцу. Это также справедливо, если СБЕ выглядит привлекательно с финансовой и/или рыночной точки зрения, поскольку это вызовет интерес у потенциальных покупателей. Могут быть и другие причины, по которым можно считать, что СБЕ с ограниченным преимуществом материнской структуры играет важную роль в портфеле, например, потому что она способствует диверсификации рисков или потому что она является краеугольным камнем стратегического развития компании в долгосрочной перспективе. В этом случае, однако, с течением времени преимущество материнской структуры должно сформироваться, например, за счет развития необходимых возможностей в корпоративном центре или за счет использования потенциальной синергии с другими бизнес-предприятиями в портфеле.

Если для данной СБЕ существуют значительные преимущества материнской структуры/связей, это хорошая основа для ее благоприятного развития. Однако, если СБЕ считается непривлекательной с рыночной, финансовой точки зрения или с точки зрения диверсификации рисков, продажа ее по хорошей цене может быть затруднена, поскольку для других владельцев, которые не имеют данных преимуществ владения, такая СБЕ имеет еще более низкую стоимость. Вывод ее из портфеля по-прежнему может быть наилучшим вариантом. При наличии сильной синергии с другими СБЕ в портфеле их следует защитить с помощью договорных соглашений с новым владельцем, чтобы избежать негативных сопутствующих эффектов для оставшихся предприятий.

Через призму риска

Последний подход к анализу корпоративного портфеля, анализ через призму риска, отличается от трех предыдущих, потому что нельзя предложить к нему простое и прагматичное решение. Интересно, что хотя концепция портфеля тесно связана с идеей диверсификации рисков (Haug J. et al., 2018), какие-либо успешно зарекомендовавшие себя и широко используемые инструменты анализа портфеля, которые бы давали четкую оценку рисков СБЕ или оценку доли риска СБЕ в портфеле, неизвестны. Это наблюдение также было подтверждено исследованием практик управления корпоративным портфелем, проводившимся среди крупнейших компаний мира (Pidun U., Kruhler M. et al., 2011): только 18% опрошенных компаний сообщили, что они при анализе своего портфеля количественно оценили риск, а отсутствие подхода к оценке рисков было названо одним из наиболее важных пробелов в существующих инструментах портфеля.

Риск – сложное понятие. Он имеет множество разновидностей и включает в себя такие различные факторы, как геополитические риски, риски стихийных бедствий, рыночные и ценовые риски, риски операционных сбоев и мошенничества, финансовые риски и риски вследствие стратегических решений. Некоторые риски непрерывны и легко поддаются количественной оценке (например, валютный риск или риск изменения цен на товары), в то время как другие представляют собой точечные, маловероятные события с потенциально значительными последствиями (например, стихийные бедствия, войны или террористические атаки). Когда большинство западных крупных компаний установили сложные системы управления рисками своих предприятий, и эти системы собирают, оценивают и проводят мониторинг наиболее важных факторов риска компании, явный учет риска при принятии стратегических решений все еще довольно слаб. Стратегические решения обычно принимаются детерминировано (с точечными оценками прогнозируемой ценности), а риск (в лучшем случае) рассматривается интуитивно и субъективно и только как второй шаг, чтобы подвергнуть некоторому сомнению решение, которое уже более или менее принято.

Если снижение риска может добавить ценность, с чем согласится большинство специалистов-теоретиков по стратегическому управлению и руководителей, компаниям следует не только учитывать влияние корпоративной стратегии на профиль корпоративного риска, но и активно использовать свои корпоративные портфели для управления рисками. Возвращаясь к Марковицу (Markowitz) и его первоначальному анализу риска и доходности альтернативных портфелей финансовых активов, было бы интересно провести аналогичный анализ рисков и доходности СБЕ корпоративного портфеля. И действительно, во многих отношениях портфель СБЕ можно рассматривать аналогично тому, как мы рассматриваем портфель финансовых активов. Базовая методология количественной оценки доли риска отдельных СБЕ в общем уровне риска корпоративного портфеля исследована в работах (Pidun U. & Krühler M., 2011).

Четыре этапа моделирования портфеля рисков

Этап 1. Выявление рисков. Поиск ключевых факторов риска, способных повлиять на эффективность и ценность СБЕ, следует начинать с рассмотрения полного спектра потенциальных факторов риска, включая финансовые, рыночные, операционные, риски непредвиденных обстоятельств и стратегические риски. Систематические контрольные списки факторов риска по категориям и корпоративная система управления рисками (КСУР) могут быть полезны

в этих усилиях. В полученном в результате длинном списке факторов риска должны быть расставлены приоритеты исходя из потенциального воздействия этих рисков на основные факторы создания ценности: доходы, затраты и инвестиции. Кроме того, факторы риска должны быть переведены в конкретные показатели, которые мы сможем использовать для измерения соответствующего риска.

Этап 2. Построение модели финансового риска. Индикаторы приоритетного риска должны быть увязаны с объемами продаж, ценами, затратами и инвестициями СБЕ в рамках интегрированной финансовой модели, которая послужит основой для моделирования влияния рисков на результаты и ценность бизнес-предприятия. Хорошей отправной точкой будут существующие модели финансового планирования, к которым можно добавить индикаторы риска.

Этап 3. Количественная оценка параметров риска. Для моделирования необходимо количественно представить выбранные параметры риска и их будущее развитие. В частности, необходимо определить три типа параметров: ожидаемые будущие значения факторов риска, вероятность их распределения и их корреляции. Данные за прошлые периоды могут служить отправной точкой, но должны быть дополнены тщательным анализом потенциальных структурных изменений, которые могут потребовать корректировок.

Этап 4. Моделирование воздействия рисков. Как только ожидаемые будущие значения факторов риска, вероятное их распределение и корреляции будут встроены в модель финансового риска, можно будет количественно оценить влияние риска на эффективность работы и ценность СБЕ. Для этого есть три основных способа: анализ чувствительности, анализ сценариев и имитационное моделирование методом Монте-Карло. Самый простой подход – это анализ чувствительности, при котором влияние изменения одного фактора риска в пределах его установленного распределения определяется количественно, а все остальные факторы остаются постоянными. С другой стороны, моделирование методом Монте-Карло изменяет все параметры риска одновременно, принимая во внимание их конкретные вероятные распределения и корреляции. Во многих случаях анализ сценариев может быть лучшим компромиссом между точностью и практичностью. Он использует ограниченное количество согласованных сценариев для моделирования диапазона потенциальных результатов эффективности. Из распределения ценности можно рассчитать ценность предприятия, подвергаемую риску, или экономическую стоимость риска (VaR). Она определяется как потенциальная потеря ценности за определенный период для заданного доверительного интервала. Таким образом, VaR представляет собой

агрегированный показатель риска для предприятия, который включает влияние всех выявленных факторов риска, вероятность их распределения и корреляции. В качестве альтернативы как показатель риска можно определить денежные потоки, подверженные риску (CFaR), или подверженные риску активы (EaR) (Pidun U. & Krühler M., 2011).

Применение этого подхода как отмечают авторы, сопряжено с серьезными практическими трудностями. Данные за прошлые периоды могут быть недоступны, факторы риска за прошлые периоды могут не представлять собой надежные показатели для определения будущих факторов риска, а корреляции могут быть нестабильны во времени. Для большинства компаний, особенно если они имеют диверсифицированный портфель, полученные в итоге финансовые модели могут оказаться очень сложными и трудными для понимания. В то же время результаты моделирования, как правило, очень чувствительны к предположениям. Поскольку большинство лиц, принимающих решения, не чувствуют себя комфортно, принимая на основе таких моделей с эффектом «черного ящика» важные решения на корпоративном уровне, полноценное моделирование профилей риска и доходности корпоративных портфелей методом Монте-Карло на практике не получило широкого применения.

Тем не менее, даже если риски не полностью определяются количественно, усилия по систематизированному анализу профиля риска и доходности СБЕ могут по-прежнему быть важным дополнительным инструментом в наборе инструментов анализа корпоративного портфеля и дополнять более традиционные взгляды через призму рынка, призму ценности и призму распределения ответственности. Рекомендуются компаниям хотя бы попытаться заменить интуитивную оценку риска процессом систематизированной идентификации рисков и распределения их по приоритетности. Определив конкретные показатели для измерения отдельных факторов риска, они получают лучшее понимание того, как факторы риска влияют на эффективность деятельности и ценность компании. Таким образом, они не только улучшат процесс принятия решений на корпоративном уровне, интегрируя подход с учетом рисков, но и усовершенствуют корпоративное управление рисками, интегрируя стратегический подход. Самое главное, они лучше поймут, как СБЕ влияют на общую подверженность корпоративного портфеля риску и как включить эти идеи в разработку стратегии корпоративного портфеля.

Более подробно корпоративные риски исследуются в гл. 3 учебного пособия, где они рассматриваются как составная часть системы рисков «пирамиды стратегий».

Интеграция различных подходов при анализе портфеля

Мы видели, что четыре подхода к анализу портфеля дают независимые точки зрения на СБЕ компании, и все они необходимы для полного понимания потенциала бизнес-предприятий и их вклада в общий портфель. Как же примирить между собой эти разные точки зрения и интегрировать их в целостную картину? Как нам делать выводы для отдельных СБЕ с точки зрения стратегических вариантов, ключевых стратегических вопросов и ориентиров для их дальнейшего развития? Эта интеграция – больше искусство, чем наука. Простого алгоритма, который бы переводил анализ портфеля в выводы, не существует; требуется тщательная оценка различных подходов и их взаимодействия между собой.

До этого момента наш анализ портфеля на самом деле оценивал не портфель компании, а только отдельные СБЕ, в него входящие. Но как оценить весь портфель? Как решить, можете ли вы быть удовлетворены своим существующим портфелем или нет? Или, если брать в более общем плане: что представляет собой хороший корпоративный портфель?

Ответ, кажется, очевиден: хороший портфель состоит из эффективных бизнес-предприятий. И после обсуждения четырех подходов к анализу портфеля у нас есть четкое определение эффективного бизнес-предприятия. Его можно узнать по сильной конкурентной позиции на привлекательном рынке. Оно демонстрирует сильные финансовые показатели и благоприятные перспективы создания ценности в будущем. Оно эффективно не только как самостоятельное предприятие, но и в наших руках, потому что оно извлекает выгоду из значительного преимущества материнской структуры и связей. А также оно имеет благоприятный профиль рисков и доходности и не привносит в корпоративный портфель непропорциональный уровень риска.

Однако хороший портфель – это больше, чем набор эффективных бизнес-предприятий. Вспомним, что Гарри Марковиц (Harry Markowitz) требовал от портфелей финансовых активов: «Хороший портфель – это больше, чем длинный список выгодных акций и облигаций. Это сбалансированное целое, предоставляющее инвестору защиту и возможности в отношении широкого спектра непредвиденных обстоятельств. Инвестор должен создать интегрированный портфель, наилучшим образом соответствующий его потребностям» (Markowitz Н.М., 1959). Таким образом, качество корпоративного портфеля можно измерить только в зависимости от амбиций и конкретных целей компании.

Разработка корпоративной стратегии должна начинаться с определения конкретных обязательств и приоритетов для будущей миссии и видения

компании, а ее существующий портфель должен оцениваться в соответствии с этими целями. Например, если руководство ставит амбициозную цель добиться выдающегося роста за счет инноваций, существующий портфель деятельности следует оценить с точки зрения его потенциала инноваций и роста. Каков текущий уровень инноваций (измеряемый, например, количеством патентов или долей доходов от продуктов, запущенных в производство за последние 3 года)? Каковы общие темпы роста портфеля и какая часть этого роста будет приходиться на инновации? Какие СБЕ являются самыми инновационными и вносят наибольший вклад в будущий рост? Сможем ли мы достичь наших целей относительно роста и инноваций с существующим портфелем или нам нужно рассмотреть значительные изменения в стратегическом направлении некоторых существующих СБЕ или даже приобретение новых, чтобы закрыть пробелы?

Корпоративная целевая функция может также включать количественные цели и ограничения. Типичные количественные цели для горизонта разработки стратегии – это показатели прибыли на вложенный капитал (ROCE), показатели абсолютной прибыли (EBITDA) и показатели роста (абсолютные темпы роста продаж). Типичные количественные ограничения при разработке корпоративной стратегии включают максимальный финансовый рычаг или минимальный коэффициент выплаты дивидендов. Чтобы проверить, в какой степени существующий портфель достигает финансовых целевых показателей и соответствует ограничениям, требуется некоторое финансовое моделирование. Опираясь на систематизированный анализ портфеля, можно разработать случай финансового импульса, который ответит на вопрос: куда приведет нас существующий портфель? Он количественно определяет финансовый импульс компании на долгосрочную перспективу, исходя из ожидаемого развития рынка и конкуренции, а также действующих стратегий СБЕ. Сопоставление случая импульса и корпоративных финансовых целей, скорее всего, выявит пробел, который необходимо заполнить за счет корпоративного роста и стратегии портфеля.

Возвращаясь к идеям Марковица Г., хороший портфель не только позволяет компании реализовывать свои корпоративные амбиции, но и характеризуется определенным балансом (который также может быть частью корпоративной целевой функции). Соответствующие критерии сбалансированности и целевая степень сбалансированности сильно зависят от типа компании и предпочтений ее стейкхолдеров. Например, семейные владельцы компаний с горизонтом инвестирования в несколько поколений могут придавать балансу

рисков портфеля большую важность, чем инвесторы непубличных фондов с трехлетним горизонтом и более высокой устойчивостью к риску (если он связан с более высокой доходностью). Каковы типичные критерии баланса, используемые компаниями для оценки своих портфелей? Различают баланс денежных средств, баланс роста, баланс ценности и баланс рисков.

Измерение *баланса денежных средств* корпоративного портфеля было основной идеей исходной матрицы роста и доли рынка, разработанной БКГ (BCG). Предполагается, что хороший портфель самофинансируем за счет установления баланса между предприятиями, которые генерируют больше денежных средств, чем им нужно для реинвестирования, и предприятиями, которым для финансирования своего роста требуется больше денежных средств, чем они сами генерируют.

Задача поддержания *баланса роста* в портфеле объясняет сделанное нами наблюдение, что корпоративная жизнеспособность и долговечность могут быть достигнуты только в том случае, если компания постоянно изобретает себя заново. Хороший портфель, обеспечивающий выживание компании в долгосрочной перспективе, сбалансирован на период всего жизненного цикла бизнес-подразделений и включает предприятия, находящиеся на этапах введения, быстрого роста, контролируемого роста, зрелости и упадка. По мере того, как СБЕ с течением времени перемещаются по этапам своего жизненного цикла, они по-разному вносят свой вклад в работу компании.

Сбалансированный портфель обеспечивает краткосрочную эффективность без ущерба для долгосрочной. В результате мы получаем довольно стабильную с течением времени эффективность, что способствует непрерывному развитию компании без нежелательных потрясений.

Другой аспект баланса портфеля – *баланс ценности*, измеряет зависимость компании от вклада отдельных СБЕ в ее ценность. Предполагается, что эффективный портфель имеет широко диверсифицированную базу создания ценности и не будет испытывать затруднений, если отдельные СБЕ пострадают от непредвиденных обстоятельств и не будут работать с ожидаемым уровнем эффективности.

И конечный аспект баланса портфеля – *баланс риска* – связан с общей подверженностью портфеля рискам. Как обсуждалось, риск следует оценивать не только на уровне отдельных СБЕ, но и на уровне портфеля. Важным преимуществом владения диверсифицированным портфелем является то, что компания может принимать отдельные факторы риска, которые для более сфокусированного конкурента могут быть неприемлемы. Однако это предпола-

гает, что отдельные факторы риска в значительной степени не коррелированы между собой (или в идеале даже отрицательно коррелированы). Лучший способ оценить баланс рисков корпоративного портфеля – проанализировать его подверженность важным факторам риска. Выбор соответствующих факторов риска зависит от конкретной компании. Типичные показатели подверженности риску включают: зависимость от конкретных национальных экономик, валют, цен на товары, правовых и законодательных норм, поставщиков, клиентов или каналов сбыта. Это воздействие может быть измерено как доля доходов или прибыли, зависящая от соответствующего фактора.

Следует заметить, что все эти соображения относительно баланса портфеля не являются императивами, а зависят, скорее, от предпочтений стейкхолдеров соответствующей компании. Руководство может преднамеренно решить принять определенные дисбалансы и риски в портфеле для достижения своих целей. Но практический опыт подсказывает, что такое решение нужно принимать осознанно, а анализ баланса существующего портфеля помогает выявлять возможные компромиссы. Общая оценка существующего портфеля в сравнении с заранее определенными корпоративными целями даст ясное представление о том, как необходимо развивать портфель для достижения этих корпоративных целей. Таким образом, она дополняет подаваемые «снизу–вверх» выводы, полученные в результате анализа отдельных СБЕ, и закладывает основу для последующей разработки стратегии роста и стратегии развития портфеля.

2.4. Стратегия корпоративного роста

Выявление возможностей роста – ключевой элемент разработки корпоративной стратегии. Рост – самый важный рычаг создания ценности в долгосрочной перспективе. Во многих случаях тщательный анализ и оценка существующего корпоративного портфеля выявляют разрыв между амбициями компании и динамикой развития ее текущего портфеля, устранить который можно только за счет дополнительного роста. Такой рост могут обеспечивать существующие СБЕ, но он также может исходить от новых видов деятельности, которые развивает материнская компания. Он может быть результатом внутреннего развития (органического роста), а также за счет приобретений или партнерств.

Этот раздел не претендует стать общим введением в тему роста, он, скорее, делает акцент на тех аспектах корпоративного роста, которые необходимы для разработки корпоративной стратегии.

Систематический поиск вариантов роста дополняет анализ существующего портфеля компании. Хорошее понимание как потенциала существующего бизнес-предприятия, так и потенциала дополнительных возможностей роста за его пределами станет основой для разработки стратегии корпоративного портфеля, определяющей будущий целевой портфель компании.

Специалисты-практики и ученые-теоретики единодушны в том, что рост жизненно важен для долгосрочного процветания организации. Один из способов продемонстрировать это – проанализировать факторы, в течение продолжительных периодов времени влияющие на совокупный доход акционеров (СДА). СДА измеряет создание ценности той или иной компанией с точки зрения ее инвесторов исходя из результатов роста стоимости акций и дивидендов. Хотя создание ценности для акционеров не является целью корпорации, если измерять СДА в течение более длительных периодов времени, он может служить простым сводным показателем процветания компании и ее успехов на рынке.

Безусловно, самый большой вклад в создание ценности для акционеров в долгосрочной перспективе, дает рост выручки. В то время как потенциал создания ценности за счет повышения маржи и выплаты дивидендов, естественно, ограничен, а ожидания инвесторов не могут повышаться вечно, для роста корпоративных доходов, кажется, существует меньше ограничений. Бесчисленные примеры компаний демонстрируют, что рост возможен на любом этапе цикла жизни предприятия, в любой отрасли, в любом географическом регионе и в любой конкурентной позиции. Это и делает стратегию роста таким важным элементом разработки долгосрочной корпоративной стратегии.

В дополнение к этим прямым финансовым соображениям существуют также важные нефинансовые преимущества роста: рост создает победный дух и позитивную корпоративную культуру; он помогает привлекать высококвалифицированные кадры и предлагает возможности продвижения для преданных своему делу сотрудников. Более того, рост обеспечивает жизнеспособность учреждения и его стейкхолдеров, а также повышает значимость компании в своей отрасли и ее привлекательность как партнера. Рост – это «топливо», позволяющее компании опередить конкурентов. Трудно представить себе компанию, которая не может добиться роста, но при этом способна на протяжении долгого времени поддерживать превосходство.

Однако, несмотря на то, что рост выступает как важный рычаг долгосрочного процветания компании, не всякий рост создает ценность.

За ростом, разрушающим ценность, может стоять множество причин: рост с расширением в убыточные сегменты рынка, отсутствие необходимых возможностей для защищаемого компанией конкурентного преимущества, недооценка конкуренции или необходимых инвестиций, а также переплата за приобретения. Многие из крупнейших провалов в истории корпораций могут быть связаны с неконтролируемым и чрезмерно амбициозным ростом. Вспомним «Энрон» (Enron), которая приобрела более 30 смежных компаний за 4 года до своего банкротства, или «УорлдКом» (WorldCom), которая в течение многих лет придерживалась агрессивной стратегии роста и не смогла обслуживать свой огромный долг, когда в 2000 году в телекоммуникационной отрасли наступил спад (использование мошеннических методов учета, конечно, не помогло, а только забило последний гвоздь в крышку гроба). Исследование, проведенное компанией «Бэйн энд кампэни» (Bain & Company), показало, что масштабные укоренные шаги роста, при которых что-то вдруг пошло не так, были основной причиной более чем 40% текучести руководящих кадров и смены генеральных директоров до их ухода в отставку (Zook C., 2004).

С более широкой экономической точки зрения погоню за ростом также можно подвергнуть сомнению. После публикации Римским клубом в 1972 году книги «Пределы роста» (The Limits to Growth) (Meadows D.H. et al., 1972), не прекращаются дебаты о потенциальных недостатках нашего подхода с усиленным акцентом на экономический рост. По крайней мере приходится констатировать, что многие природные ресурсы Земли ограничены и в настоящее время истощаются со скоростью, которую невозможно больше сдерживать. Это требует новых, более устойчивых подходов к росту, таких как «качественный» рост, который не связан с постоянно растущим потреблением ресурсов. Другие идут еще дальше и ставят под сомнение возможность такого относительного или абсолютного отделения роста от нанесения ущерба экологии. Они предполагают, что нам следует готовиться к постростовой экономике, которая сильно отличается от нашего сегодняшнего мира.

Таким образом, несмотря на то, что рост важен для корпоративного развития, организовать его правильно непросто. Необходим дифференцированный подход, и важная задача корпоративной стратегии – решить, какие бизнес-предприятия должны расти, каким лучше не расти, и где можно найти новые выгодные возможности для роста. Есть несколько полезных концепций, которые могут поддержать эти рассуждения.

Концепции корпоративного роста

Руководители, задумывающиеся о корпоративном росте, должны ответить на три основных вопроса.

1. Каковы временные рамки поиска возможностей роста (временные горизонты роста)?
2. Откуда рост должен брать свое начало (источники роста)?
3. Как лучше всего реализовать выявленные возможности роста (траектории роста)?

Рассмотрим эти три вопроса по очереди.

Временные горизонты роста

Что касается временных рамок, целесообразно различать три разных *горизонта роста*, эта концепция была введена Мехрдадом Багаем, Стивенем Коли и Дэвидом Уайтом (Mehrdad Baghai, Stephen Coley & David White) из «МакКинзи энд кампэни» (McKinsey & Company, 2000). Каждый горизонт представляет собой отдельный этап в развитии бизнес-предприятия и требует особого подхода к выявлению, оценке и управлению возможностями роста.

«Горизонт один» охватывает возможности роста в краткосрочной перспективе за счет повышения эффективности существующих предприятий. Примеры инициатив «горизонта один» включают традиционные программы стимулирования сотрудников продаж, расширение ассортимента продукции или улучшения в маркетинге и ценообразовании. Во многих случаях инициативы «горизонта один» направлены на устранение барьеров на пути роста. Можно ожидать, что они окажут краткосрочное влияние на эффективность, и оценивать такие инициативы можно на основе их вклада в прибыль.

«Горизонт два» включает в себя новые возможности роста, которые требуют значительных инвестиций, но в будущем могут принести существенную прибыль. Инициативы «горизонта два» связаны с созданием новых существенных источников дохода для компании. Их можно оценить, опираясь на экономическое обоснование, которое сопоставляет требуемые инвестиции с ожидаемой с течением времени прибылью. Примером может быть разработка новых продуктов или услуг, выход на новый сегмент рынка или приобретение другого бизнес-предприятия.

«Горизонт три» включает идеи на долгосрочную перспективу, семена, закладываемые для завтрашнего роста. Для этого требуется делать определенные ставки в целях открыть для себя и приобрести варианты возможностей будущего роста. Примеры: небольшие предприятия, такие как исследовательские проекты, пилотные программы, альянсы или миноритарные пакеты акций в но-

вых предприятиях. Инициативы «горизонта три» могут не приносить прибыли в течение десятилетия, и многие из них потерпят неудачу. Вероятность успеха и потенциальный размер выигрыша здесь трудно определить, а рассматривать их лучше всего как стратегические варианты и оценивать соответственно. Со временем коммерческие компании и предприятия перемещаются с «горизонта три» на «горизонт два» и с «горизонта два» на «горизонт один». Таким образом, можно обеспечивать непрерывный рост компании и компенсировать неизбежный провал отдельных идей роста.

Инициативы роста этих трех горизонтов окупаются в разные сроки и требуют разных подходов при идентификации и оценке. Ничто не убивает инициативу «горизонта два» быстрее, чем управление ею с опорой на показатели эффективности «горизонта один», такие как вклад в краткосрочную прибыль. Точно так же измерение успеха проектов «горизонта три» на основе сегодняшней прибыли или подробного экономического обоснования будет препятствовать таким видам деятельности, как эксперимент и обучение, а это наиболее ценные составляющие на данном горизонте. Из-за разных профилей инвестиций и доходности возможности этих трех горизонтов трудно сравнивать напрямую.

Также сложно управлять всеми тремя горизонтами роста в одном организационном подразделении, потому что они требуют разного типа мышления. Для «горизонта один» требуются руководители с мышлением оператора и глубоким функциональным и отраслевым опытом, которые сильно мотивированы достижением целей и постепенным улучшением бизнес-предприятия. Для «горизонта два» нужны строители бизнеса с сильным предпринимательским желанием создавать, проницательные специалисты по принятию решений, которые, сталкиваясь с неоднозначностью и изменениями, ощущают себя вполне комфортно. А для «горизонта три» требуются дальновидные, нестандартно мыслящие люди, обладающие упорством и настойчивостью, которые ценят свободу следовать своей интеллектуальной любознательности.

Однако в финансово здоровой компании всеми тремя горизонтами нужно управлять одновременно, хотя некоторые из них в тот или иной момент времени могут быть важнее, чем другие. У руководства компании возникает соблазн сосредотачивать внимание только на тех возможностях роста, которые окупятся в ближайшее время, и пренебрегать вторым и третьим горизонтами. Но такие компании неизбежно выдыхаются. И напротив, компания, использующая только возможности долгосрочного роста, теряет право на рост и свою способность финансировать рост за счет крупных инвестиций.

Идея о том, что жизнеспособность корпорации требует управления через разные временные горизонты, также отражена в концепции *амбидекстрии*, в последнее время вызывающей большой интерес в исследованиях и практике стратегического управления. Под амбидекстрией понимается, что организация не может выбирать между *использованием* существующих ресурсов и возможностей и *исследованием* новых шансов создания новых ресурсов и возможностей. Такая организация должна стать амбидекстральной и иметь возможность как управлять компанией, так и заново изобретать ее.

Все больше эмпирических данных свидетельствуют о том, что организационная амбидекстрия важна для устойчивого конкурентного преимущества и превосходных финансовых результатов (Junni P. et al., 2013). Но также широко признано, что достичь амбидекстрии трудно, потому что исследование и использование требуют разных способов организации бизнеса и управления им. Таким образом, хотя существует некоторый консенсус относительно того, что компании должны соблюдать баланс между исследованиями и использованием, ясности в том, как достичь этого баланса, меньше. Структурное разделение бизнес-единиц, которым необходимо применять различные стили стратегии, может быть уместно для компаний, работающих в разнообразных, но относительно стабильных во времени условиях. Например, компания «Нестле» (Nestlé) сознательно воздержалась от интеграции «Неспрессо» (Nespresso) в свой существующий бизнес «Некафе» (Nescafé), но создала новую бизнес-модель как независимую дочернюю компанию с полной операционной автономией. В более динамичных средах, напротив, может потребоваться подход, основанный на переключаемости, когда компания со временем меняет акцент своей деятельности, направляя ее то на исследования, то на использование, в зависимости от имеющихся возможностей.

Обеспечение баланса между тремя горизонтами роста, а также между использованием и исследованием – основная обязанность материнской компании. Она должна побуждать руководителей бизнес-подразделений не только сосредотачиваться на проблемах повседневной операционной деятельности и краткосрочных возможностях улучшений, но и планировать на долгосрочную перспективу. Она должна ставить правильные цели и стимулы для поддержки устойчивого процветания бизнес-предприятия и измерять эффективность его деятельности с упором на создание ценности в долгосрочной перспективе. Самое главное, она должна распределять ограниченные ресурсы компании для создания и непрерывного развития сбалансированного портфеля инициатив роста по всем трем горизонтам.

Источники роста

Второй большой вопрос корпоративного роста, в какой области расти? Приступая к систематическому поиску возможностей роста, эти возможности можно разделить на три области: максимизировать основной бизнес, расширяться в смежные отрасли и исследовать возможный рост в несвязанные отрасли (рис. 2.12).

Максимизировать основной бизнес – означает, использовать неиспользованный потенциал роста существующих в корпоративном портфеле предприятий. Это могут быть возможности для всех трех горизонтов роста, например запуск крупной маркетинговой инициативы, активизация разработки новых продуктов или создание совместного исследовательского предприятия с ведущим университетом.

Расширение в смежные отрасли – здесь речь идет об использовании существующих позиций и возможностей для входа в новые, но родственные сферы деятельности, например новые категории, дополнительные услуги или новые группы клиентов. *Исследование возможностей роста в несвязанные отрасли* охватывает те возможности роста, которые не связаны с текущей деятельностью компании. Это могут быть привлекательные формирующиеся рынки, которые сегодня еще не существуют и которые компания хочет

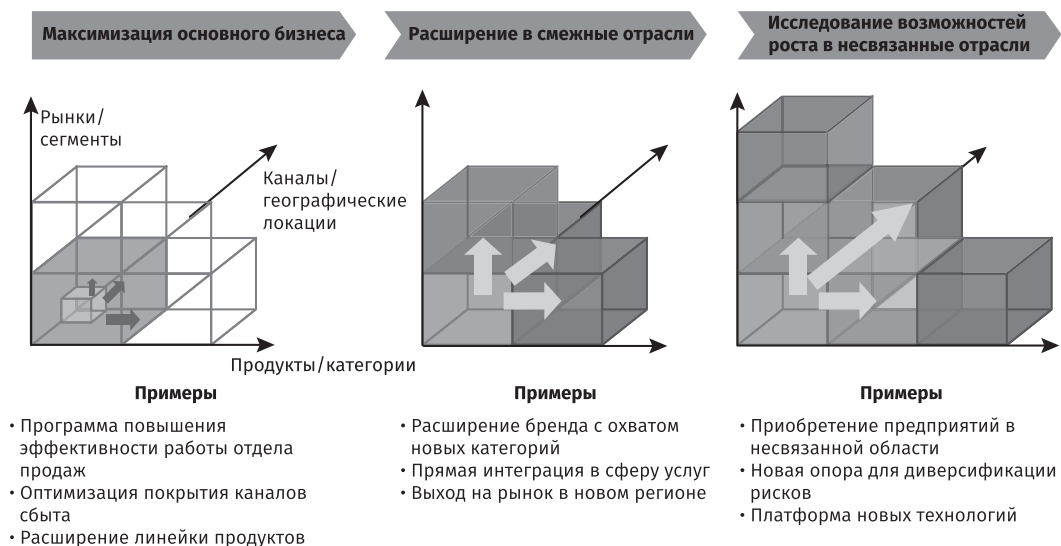


Рис. 2.12. Направления роста компании

развивать, а также сформировавшиеся и устоявшиеся рынки, на которые компания решает выйти.

В общем, поиск возможностей роста должен начинаться с основного бизнеса, поскольку в нем у компании наилучшая стартовая позиция. Компания лучше всего знакома с факторами успеха и с конкуренцией на своих рынках, может опираться на существующие позиции и возможности, и здесь она сталкивается с самыми низкими барьерами на пути к реализации. Во многих компаниях в существующем портфеле имеется значительный незадействованный потенциал роста за счет улучшения обслуживания текущих клиентов с уже существующими продуктами. Исследование, проведенное консалтинговой фирмой «Бэйн энд кампэни» (Bain & Company), показало, что большинство компаний, демонстрирующих в течение длительного периода времени (10 и более лет) устойчивый, создающий ценность рост, имеют сильный основной бизнес и занимают лидирующие позиции на рынке, которые они постоянно подпитывают, укрепляют и наращивают (Zook C. & Allen J., 2001).

Расширение существующего портфеля несет с собой больше рисков. Оно представляет собой поэтапное изменение и тем самым отличается от инициатив постепенного роста, максимизирующих основной бизнес. Во многих случаях его невозможно достичь с помощью существующих бизнес-единиц, требуется открытие или создание новых предприятий. Конечно, такое размежевание не всегда очевидно и может поднять спорный вопрос: следует ли выходить на новый рынок с существующим бизнес-предприятием или путем создания новой бизнес-единицы. Дело в том, что такой шаг на пути роста значительно увеличивает масштабы бизнеса корпорации с точки зрения продуктов, рынков и/или технологий.

Рост за пределы существующего портфеля следует начинать со смежных областей, поскольку они имеют некоторое отношение к существующим предприятиям, активам и возможностям и, таким образом, могут опираться на сильные стороны основного бизнеса. Возможности роста в смежные отрасли можно найти во многих разных местах. Их объединяет то, что в текущем бизнесе есть прочный плацдарм, который можно использовать для расширения. Рассмотрим следующие примеры расширения в смежные области:

- предложение дополнительных, сопутствующих продуктов или услуг для существующей клиентской базы: например, «Дисней» (Disney) переходит от анимационных фильмов к созданию тематических парков, «ПепсиКо» (PepsiCo) переходит от газированных безалкогольных напитков к производст-

ву закусок, а «Ай-би-эм» (IBM) расширяется за счет предложения услуг для покупателей своей аппаратуры;

- модификация существующих продуктов для предложения новых опций их применения или выхода на новые потребительские сегменты: например, «Жиллетт» (Gillette) расширяется за счет производства бритв и средств для бритья для женщин, «Квантас» (Qantas) создает дочернюю компанию бюджетных авиалиний «Джетстар Эйруэйз» (Jetstar Airways) или «Ю-пи-эс» (UPS) расширяет свою деятельность в сфере логистики запасных частей;

- использование существующих технологий для разработки новых продуктов для текущих или новых сегментов клиентов, например, «Эппл» (Apple) расширяется от производства компьютеров до портативных музыкальных плееров и смартфонов, «Порше» (Porsche) разрабатывает модель «Кайен» (Cayenne) для входа в сегмент внедорожников или «Амазон» (Amazon) расширяется до облачных сервисов;

- интеграция вперед или назад от существующей позиции в цепочке создания ценности, например крупные производители автомобилей расширяются в сферу автолизинга и финансовых услуг, или «Нэтфликс» (Netflix) и «Амазон» переходят к производству фильмов и сериалов.

Изучение несвязанных областей роста обычно представляет собой последний источник роста, к которому обращаются только в том случае, если два других источника исчерпаны. Однако для некоторых компаний, таких как финансовые инвестиционные холдинги или частные инвестиционные компании, это естественный способ роста, поскольку они не имеют значимого корпоративного ядра основного бизнеса и следуют преимущественно финансовым обоснованиям инвестиций. Кроме того, некоторые семейные компании намеренно прибегают к инвестициям в несвязанные области роста в целях диверсификации рисков. В редких случаях несвязанный шаг может позволить компании использовать то, что кажется весьма привлекательной краткосрочной рыночной возможностью.

Существуют значительные риски, связанные с погоней за ростом вне рамок существующего портфеля, особенно если это несвязанный рост. Компании терпят неудачу, потому что они расширяют свои позиции и недооценивают сопротивление уже действующих в отрасли компаний или силу новых видов конкурентов. Они переоценивают привлекательность возможности и размер пулов прибыли, потому что «по ту сторону забора трава всегда кажется зеленее». Они перенапрягают свои ресурсы, увеличивают сложность и отвлекают внимание руководства, что оказывает пагубное влияние как на существующий,

так и на новый бизнес. Они также переоценивают синергию новых областей роста с существующими предприятиями, поскольку технологические сходства проявляются только внешне, или же клиенты не заинтересованы покупать все в одном месте или приобретать продукты в наборах. По всем этим причинам компаниям настоятельно рекомендуется начинать поиск возможностей роста ближе к своему основному бизнесу, а при выявлении и оценке смежных или несвязанных возможностей роста за пределами существующего портфеля проявлять должную осмотрительность.

Траектории роста

После принятия решения о том, где расти, возникает третий большой вопрос корпоративного роста – как расти? Каков наилучший внутренний или внешний путь для достижения и использования выявленных возможностей роста? Существуют три основные пути роста: 1) внутреннее развитие; 2) слияния и поглощения; 3) стратегические альянсы. Все эти три траектории могут быть актуальны для всех трех направлений и всех трех горизонтов роста. Например, поглощения – не только эффективный инструмент для входа в смежный или несвязанный бизнес, их также можно использовать для усиления основного бизнеса путем приобретения конкурента и консолидации отрасли. И наоборот, привлекательные возможности несвязанного роста могут быть реализованы не только за счет приобретения авторитетного игрока, но и за счет внутренних исследований и разработок, корпоративных венчурных инвестиций или стратегического партнерства.

Внутреннее развитие (также называемое органическим ростом) имеет много преимуществ. Оно требует довольно ограниченных первоначальных инвестиций, позволяет распределять расходы по времени и, таким образом, хорошо масштабируется при управляемом риске. Оно опирается на внутренние ресурсы и возможности и позволяет дополнительно развивать внутреннюю базу знаний и возможностей. Со временем акцент на внутреннем развитии может способствовать формированию организационной культуры внутреннего предпринимательства, которая поощряет непрерывный поиск новых возможностей роста и становится важной динамической возможностью компании. Кроме того, внутреннее развитие возможностей роста позволяет постепенно принимать решения, обучаться и с течением времени корректировать стратегию, а также адаптироваться к изменяющимся условиям окружающей среды. Это особенно важно в ситуациях высокой неопределенности и зависимости от внешних факторов, которые данная компания не может контролировать.

Однако внутреннее развитие – довольно медленный способ реализации возможностей роста. Оно влечет за собой свои риски, поскольку не ясно, можно ли достичь целевого положения только за счет внутренних ресурсов. Это особенно сложно в случае наличия существенных барьеров для входа. Такие барьеры могут быть структурными, например, если уже действующие на рынке компании контролируют ключевые ресурсы, защищены нормами законодательного регулирования или высокими издержками переключения для клиентов либо получают выгоду за счет эффекта масштаба или эффекта кривой обучения, что трудно компенсировать. Но входные барьеры могут также быть стратегическими, если действующие игроки используют эффективные стратегии сдерживания входа, такие как избыток производственных мощностей или реальная угроза ценовой войны.

Если такие входные барьеры значительны, внутреннее развитие может оказаться неосуществимым, и тогда следует рассматривать вопрос о *поглощении* устоявшегося игрока. Поглощение также может стать предпочтительным путем, если время имеет решающее значение, например в свете использования преимуществ первопроходца или сетевых эффектов, вознаграждающих быстрое наращивание критической массы. В некотором смысле приобретение устоявшегося, проверенного бизнес-предприятия может быть менее рискованно, чем ненадежное внутреннее развитие позиций. Поглощения открывают доступ к новым ресурсам и возможностям, которые может быть сложно создавать внутри компании. Приобретенная организация не только непосредственно предоставляет компетенции, необходимые для входа на рынок, но также может бросить вызов существующим убеждениям и открыть новые перспективы и возможности корпоративного развития. Более того, поглощение посылает сильный и надежный сигнал о приверженности тактики конкуренции. Фактически при поглощении с рынка вытесняется потенциальный конкурент приобретающей компании.

Эти преимущества поглощений должны уравновешивать высокие первоначальные инвестиции, значительные транзакционные издержки и специфические риски. Конечно, стратегия поглощений будет работать только в том случае, если в приоритетной области роста доступны значимые цели. Но даже если привлекательная цель определена, существует много весомых рисков, связанных со слияниями и поглощениями (M&A), таких как переплата за цель, негативные сюрпризы из-за нехватки должной осмотрительности перед совершением поглощения, слабая интеграция приобретенного бизнес-предприятия, не достигающая ожидаемого синергетического эффекта, потери

ключевого персонала из-за культурных конфликтов или отвлечение внимания руководства, что может негативно отразиться на остальной части портфеля. Исследования результатов слияний и поглощений регулярно показывают, что более половины таких сделок разрушают ценность для приобретателя как акционера. Во многих случаях бенефициарами поглощения становятся только акционеры приобретенного бизнес-предприятия, которым часто выплачивают высокие бонусы за поглощение.

Партнерства, или *альянсы*, могут быть хорошей альтернативой. Они также действенны в случаях, когда прямое поглощение невозможно, поскольку оно запрещено национальным законодательством, правилами слияния или сопротивлением целевого предприятия. Для компании, которая хочет войти в новую область роста, партнерство может быть хорошим способом прозондировать почву и сократить свои обязательства и авансовые инвестиции. Оба партнера разделяют риск предприятия, но они также увеличивают вероятность успеха, объединяя свои силы и взаимодополняющие возможности. Более того, они получают возможность расширить альянс, если он будет действенным (например, за счет последующего полного поглощения партнера), а также возможность закрыть его при сравнительно низких затратах на выход, если он не оправдает ожиданий.

Альянсы достаточно гибки и могут принимать разные формы: альянсы без участия капитала, в которых партнеры соглашаются сотрудничать, но не занимают долевых позиций в другой компании и не образуют какой-либо независимой организационной единицы для управления этим сотрудничеством; альянсы с участием капитала, когда сотрудничающие компании дополняют заключаемые контракты пакетами акций партнеров по альянсу; или совместные предприятия, когда партнеры создают юридически независимую компанию, в которую они инвестируют, и она управляет их совместными усилиями.

Однако не следует воспринимать альянсы как панацею. В отличие от полного поглощения они предлагают лишь ограниченный доступ к ресурсам и возможностям партнера, а если партнеры имеют очень разные бизнес-философии, стратегические приоритеты или временные горизонты инвестиций, их модель совместного контроля становится трудноуправляемой. В результате могут возникнуть корыстные, приспособленческие модели поведения, ограниченные обязательства и моральный риск или даже открытое недоверие, конфликты интересов и борьба за власть между партнерами, что потребует сложных схем управления и значительно большего внимания со стороны руководства, чем изначально предполагалось. Неудивительно,

что, по данным эмпирических исследований, 2/3 стратегических альянсов сталкиваются с серьезными проблемами, а частота неудач достигает 70% (Das T.K. & Teng B.S., 2000).

На рис. 2.13 представлена совокупность ключевых факторов, которые следует учитывать при принятии решений относительно того, создавать ли новую единицу, покупать или прибегнуть к партнерству в целях использования конкретной возможности роста. Рассмотрим, как максимизировать основной бизнес и добиться роста в рамках существующего портфеля, прежде чем обратимся к подходам для поиска роста в смежных и несвязанных областях.

Рост в рамках существующего портфеля

Разработку стратегии роста следует начинать с систематизированной оценки потенциала роста в рамках существующего портфеля (то, что в литературе часто называют «максимизацией основного бизнеса»). Рычаги, которые можно использовать для раскрытия этого потенциала, включают следующее.

- Проникновение на рынок (расширение доли на уже существующих рынках компании с использованием уже имеющихся у нее продуктов).
- Развитие рынка (выход на дополнительные рынки или сегменты с существующими продуктами).
- Разработка продукта (обслуживание существующих рынков новыми продуктами или услугами).
- Инновации в сфере бизнес-модели (как сделать конкуренцию менее существенной, изменив правила игры).

Вкратце обсудим эти четыре рычага поочередно.

Проникновение на рынок

Проникновение на рынок можно увеличить тремя способами: продавать больше товаров существующим клиентам и увеличивать свою долю в объеме торговых операций; привлекать клиентов конкурирующих компаний и увеличивать свою долю рынка; или убеждать «не-клиентов» стать клиентами и расширять доступный рынок. Улучшение показателей проникновения на рынок требует оптимизации подхода к выходу на рынок и тщательного изучения всей маркетинговой и торговой деятельности компании. Примером таких инициатив могут быть крупные маркетинговые кампании, направленные на повышение осведомленности клиентов, повышение эффективности работы отдела продаж для продвижения продукции компании на рынок или оптимизация стратегий ценообразования для захвата доли рынка у конкурентов. В рамках корпорации материнская компания может сыграть свою роль, содействуя проникновению на рынок за счет использования возможностей разных предприятий (напри-

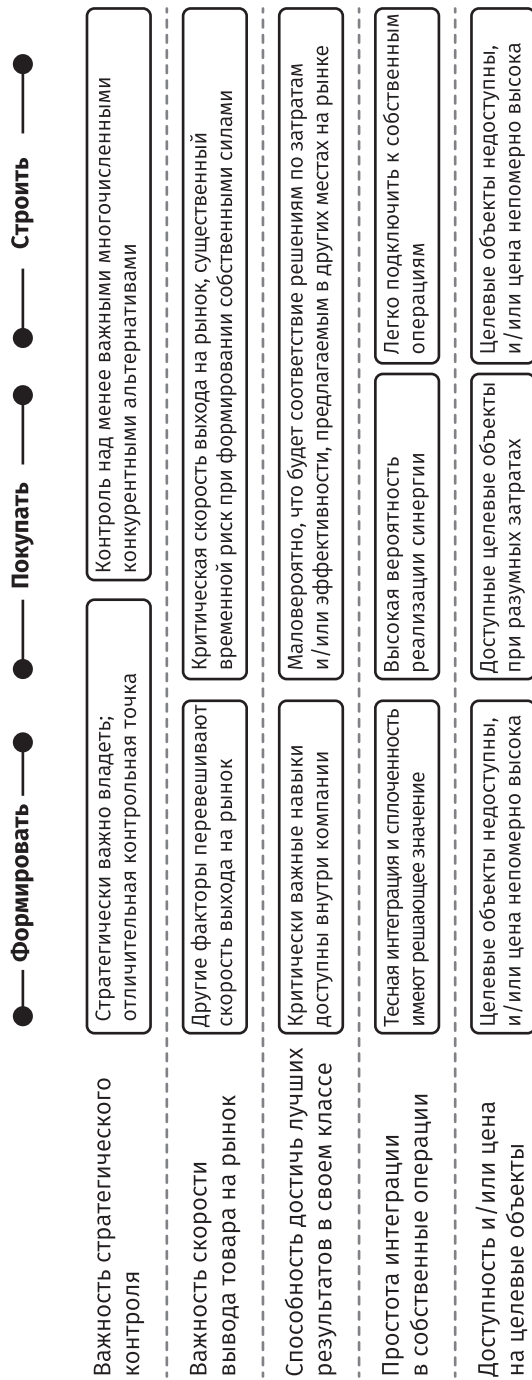


Рис. 2.13. Формировать, покупать или строить партнерские отношения?

мер, в системах управления брендом или взаимоотношений с клиентами), привлекая клиентов от одного предприятия к другому (к примеру, за счет перекрестных продаж или объединения продуктов и услуг) и используя масштаб с охватом всех предприятий (например, совместные инвестиции в маркетинг или совместное использование инфраструктуры цепочки поставок).

Расширение проникновения на рынок – привлекательный рычаг роста, поскольку оно задействует существующие сильные стороны организации и, как правило, требует лишь ограниченных инвестиций. У него довольно низкий уровень риска, потому что оно ориентировано на хорошо известную территорию и привлекательную доходность в связи с тем, что компания выигрывает за счет эффекта масштаба и более развернутого использования существующих активов. Однако при проникновении на тот или иной конкретный рынок существуют естественные ограничения, дополнительные, маргинальные потребители могут быть менее привлекательны, чем постоянные клиенты, и конкуренты могут отреагировать снижением цен и ужесточением конкуренции. Более того, усиленное внимание к проникновению на рынок увеличивает зависимость компании от существующих рынков. Появляется все больше свидетельств того, что лидерство на рынке в последнее время перестало быть конкурентным преимуществом. Сегодня в большинстве отраслей доходность слабо коррелируется с долей рынка, что также снижает ценность роста за счет дальнейшего улучшения проникновения на рынок.

Развитие рынка

Развитие рынка может быть хорошим способом сдвинуться с мертвой точки на основных рынках компании. Оно направлено на стимулирование роста за счет продажи существующих продуктов и услуг в новые или в настоящее время неиспользованные сегменты рынка. Для этого также может потребоваться доработка существующих продуктов или отдельные дополнения к текущему портфелю продуктов. Примером таких инициатив могут быть предложение упрощенной версии продукта по более низкой цене для предприимчивых покупателей, использование новых онлайн-каналов продаж или моделей распространения или интернационализация путем выхода на новые географические рынки в соседних странах или в других частях света (см. вставку 2.6).

Вставка 2.6. Рост, порождающий новые применения

«Глобал Энджиниринг Элайэнс Групп» (GEA Group) – один из крупнейших поставщиков компонентов и технологий производственных процессов для широкого спектра отраслей промышленности. Среди прочего, компания производит насосы и

клапаны, компрессоры, системы фильтрации, сепараторы, гомогенизаторы, испарители, кристаллизаторы, морозильные камеры, а также системы розлива и упаковки. В 2014 году «Глобал Энджиниринг Элайэнс» (GEA) объявили о своем намерении, направить стратегию роста компании на пищевую промышленность и расширить свое влияние на широкий спектр новых пищевых применений.

Компания прошла систематизированный процесс выявления возможностей роста для своих технологий в пищевой промышленности. Было исследовано более 30 потенциальных применений, охватывающих такие разнообразные рынки, как молочная продукция, пивоваренная промышленность, пищевые масла, кондитерские изделия и пицца. Для каждого потенциального применения команда по разработке стратегии проанализировала потенциал роста и прибыльность рынка, текущее присутствие «Глобал Энджиниринг Элайэнс» (GEA) на рынке и существующую конкуренцию, покупательские предпочтения клиентов, подходящие бизнес-модели и пути входа на рынок или закрытия белых пятен. Все потенциальные применения и соответствующие стратегические шаги были оценены и расставлены приоритеты с точки зрения их относительной привлекательности.

Например, «Глобал Энджиниринг Элайэнс» (GEA) определила производство сыра как привлекательный сегмент пищевой промышленности. Хотя компания уже снабжала сыроделов резервуарами, клапанами, насосами, сепараторами, теплообменниками, режущими аппаратами и механическими ножами для резки ломтиками, на критических этапах процесса слива сыворотки, прессования, подготовки рассола и созревания сыра существовали технологические пробелы. Чтобы закрыть эти пробелы, в 2014 году «Глобал Энджиниринг Элайэнс» (GEA) приобрела голландскую инжиниринговую компанию «де Клокшлаг» (de Klokslag) и так стала поставщиком комплексных технологий производства сыра.

Таким образом, компания «Глобал Энджиниринг Элайэнс» (GEA) составила приоритетный список применений в пищевой промышленности, которые она хотела усилить и расширить. Чтобы достичь своего целевого влияния, компания также предприняла ряд более малых приобретений, помогающих закрыть существующие технологические пробелы. К 2017 финансовому году уже 73% доходов «Глобал Энджиниринг Элайэнс» (GEA) приходилось на реализацию разработок компании в пищевой промышленности.

Источник: <https://www.gea.com/en/investor-relations/events-presentations/presentations/Archive.jsp>

Преимущество развития рынка как стратегии роста заключается в использовании существующих сильных сторон компании и реализации потенциала ее активов и возможностей на более широкой основе. В то же время оно снижает зависимость от текущих основных рынков и, таким образом, диверсифицирует профиль рисков компании. Хотя при этом мы избегаем существующих конкурентов, обращаясь к новым сегментам рынка, компания в этом случае может столкнуться с новыми группами конкурентов. Более того, обращение к дополнительным сегментам рынка может привести к недостаточ-

ному обслуживанию существующих клиентов, размытию устоявшихся позиций бренда, усложнению и чрезмерной нагрузке на ресурсы, следовательно, выполнять такие шаги следует с осторожностью.

Разработка продукта

Третьим рычагом использования потенциала роста в рамках текущего портфеля является разработка продукта, или, точнее, использование инноваций для улучшения существующих и разработки новых продуктов и услуг. Инновации – очень мощный рычаг роста, поскольку они действительно создают ценность, предлагая новые способы удовлетворения потребностей клиентов. Это превосходная основа для конкурентного преимущества, так как компания при этом возглавляет конкуренцию, а не просто имитирует успешные модели или использует уже существующие позиции. Инновация – надежный источник конкурентного преимущества, потому что она требует сочетания множества различных возможностей. За счет этого новатор может выделяться на фоне конкурентов и реализовывать премиальные цены на свои продукты и услуги. И инновации не истощаются как источник конкурентного преимущества, поскольку человеческое воображение безгранично.

Компания, желающая использовать свой потенциал роста за счет разработки продукта, должна учитывать весь инновационный цикл. Возможности улучшения инноваций можно найти не только в генерировании идей, но и в оценке инновационных проектов, подборе и управлении портфелем, эффективности запуска нового продукта, времени выхода на рынок и времени выпуска нужных объемов или же в управлении жизненным циклом продукта. Основные дискуссии во многих компаниях разгораются вокруг вопроса о том, в какой степени инновации должны быть результатом технологического «проталкивания», а в какой – рыночного спроса. Сторонники парадигмы технологий и «проталкивания» продукта утверждают, что достижения в науке и технологиях стимулируют инновации и создают более качественные продукты или услуги, которые компании затем «проталкивают» на рынок. Сторонники подхода, основанного на рыночном спросе, возражают, утверждая, что потребности клиентов должны стимулировать инновации и что прислушиваться к клиентам и выявлять их (скрытые) желания – лучшая отправная точка для разработки новых продуктов или услуг. Как представляется, необходимо учитывать обе точки зрения во избежание того, что все будет сведено всего лишь к поддерживающим инновациям или отсутствию соответствия требованиям клиентов, причем баланс между этими подходами варьируется в зависимости от отрасли и бизнес-модели компании.

Нельзя отрицать, что разработка продуктов и инновации представляют собой довольно рискованные стратегии роста, поскольку они требуют значительных инвестиций и имеют неопределенный доход, который компания не может полностью контролировать. Во всяком случае в последние годы инновации стали более сложными. Во многих отраслях инновационные циклы укорачиваются, затраты на инновации растут, а продуктивность инноваций снижается. Тем не менее правильное выполнение инноваций чрезвычайно полезно, и в своих отраслях наиболее инновационным компаниям удается регулярно достигать превосходных темпов роста и создания ценности.

Инновации в сфере бизнес-модели

Конкретной задачей разработки продукта как стратегии роста является присвоение инновации соответствующей ценности. Конечно, изобретения могут быть защищены правами интеллектуальной собственности, а их имитирование конкурентами может быть затруднено сложностью инновации или длительным сроком ее разработки.

Но самое ценное и устойчивое конкурентное преимущество достигается, если та или иная инновация не ограничивается продуктом или услугой, а охватывает всю бизнес-модель. Согласно широко распространенному определению Тиса Д. (Теезе D.J., 2010), бизнес-модель характеризуется тремя элементами: созданием ценности, реализацией ценности и удержанием ценности. Создание ценности описывает такие аспекты, как предложение продукта, целевые сегменты рынка и степень кастомизации. Реализация ценности включает в себя конфигурацию цепочки создания ценности, организацию и операционную модель. А удержание ценности описывает модель получения дохода и механизмы защиты прибыли от конкуренции.

Инновации в сфере бизнес-модели отличаются от более традиционной инновации продукта тем, что несколько элементов бизнес-модели изменяются одновременно. Внедрение новых продуктов или услуг сочетается с новыми стратегиями ценообразования, моделями распространения, партнерствами, моделями затрат или другими изменениями в способе ведения бизнеса. Примером успешных инноваций в области бизнес-модели может служить «Эппл» с их предложениями «Айтьюнз» (iTunes) и «Айфона» (iPhone), сочетающими в себе инновационные продукты и широкий спектр музыки, видео, игр и других приложений, они перешли от продажи продукта к продаже опыта. Другой пример – «Зара» (Zara) – ритейлер модной одежды, который первым применил в сфере моды бизнес-модель короткого цикла с тысячами дизайнов в год, постоянно обновляемую в зависимости от меня-

ющихся вкусов клиентов и поддерживаемую уникальной конфигурацией цепочки поставок.

Такая инновационная бизнес-модель может заново изобрести правила функционирования всей отрасли и сделать конкуренцию менее значимой, раскрывая при этом большие преимущества в плане роста и прибыльности. Ким и Моборн (Kim W.C. & Mauborgne R., 2004) называют инновации в сфере бизнес-модели *стратегией голубого океана*, поскольку она создает свободное от конкуренции рыночное пространство за счет создания и поддержания нового спроса, в отличие от стратегий «красного океана», действующих в перенасыщенных отраслях, где компании пытаются превзойти конкурентов, чтобы ухватить большую часть существующего спроса. Они показывают, что компании, придерживающиеся таких стратегий голубого океана, вознаграждаются превосходной прибылью, быстрым ростом и ценностью бренда, сохраняющейся десятилетиями.

Самым большим преимуществом инновационной бизнес-модели может быть то, что конкурентам ее гораздо труднее скопировать. Причинно-следственная неопределенность создает когнитивные барьеры в понимании того, какие ключевые элементы отвечают за успех новой бизнес-модели. Но даже если модель им понятна, ее имитация требует от конкурентов внесения изменений во всю систему их деятельности, а это дело весьма непростое. Однако те же характеристики делают инновационную бизнес-модель одной из самых сложных стратегий роста, которую компания только может использовать. Начнем с того, что придумать идеи для принципиального переосмысления отрасли и создания нового, не подверженного конкуренции спроса непросто. И даже если вы найдете такие идеи, потребуются много смелости и предварительных инвестиций, чтобы адаптировать к ним уже существующую проверенную бизнес-модель. По этой причине новичку в отрасли легче внедрить инновационную бизнес-модель, чем уже действующему игроку, который рискует поставить под угрозу существующие продукты и обесценить свои текущие активы и пулы прибыли.

Как мы видели, все четыре рычага роста в рамках существующего портфеля – проникновение на рынок, развитие рынка, разработка продукта и инновации в сфере бизнес-модели – имеют свои преимущества и недостатки. В рамках разработки корпоративной стратегии все они должны быть рассмотрены и оценены. Подход оценки через призму рынка, описанный в предыдущих рассуждениях об анализе портфеля может быть хорошей отправной точкой, поскольку он обеспечивает глубокое понимание потенциала

базовых рынков, их факторов успеха, а также сильных и слабых сторон СБЕ по сравнению с конкурентами. Дополнительными источниками могут быть опросы клиентов, целенаправленный сравнительный анализ (бенчмаркинг) с конкурентами, внутренний сравнительный анализ (бенчмаркинг) между организационными подразделениями, анализ затрат и выгод, аудит возможностей и собеседования с представителями соответствующих подразделений (вставка 2.7).

Вставка 2.7. Диагностические вопросы для оценки роста в рамках существующего портфеля

Следующие диагностические вопросы можно использовать для понимания потенциала отдельных рычагов роста в рамках существующего портфеля, а также для генерирования и оценки идей.

Проникновение на рынок:

- достаточно ли глубоко мы понимаем меняющиеся потребности наших клиентов и то, как они узнают о нашей продукции и покупают ее;
- является ли наш маркетинговый отдел сильным и эффективным двигателем нашего бизнеса, и идем ли мы в ногу с изменяющейся цифровой средой;
- эффективны ли наши сотрудники отдела продаж и каналы сбыта для получения максимально возможного дохода и роста;
- можно ли охарактеризовать наши модели ценообразования как понятные, и продуманы ли наши возможности ценообразования;
- используют ли наши коммерческие отделы лучшие доступные данные, аналитику и инструменты для поддержки принятия решений;
- используем ли мы возможности перекрестных продаж и объединения наших продуктов и услуг между СБЕ?

Развитие рынка:

- как лучше всего сегментировать рынок;
- есть ли новые сегменты клиентов, которые мы в настоящее время не обслуживаем;
- где еще мы могли бы применить наши текущие технологии, продукты или услуги;
- есть ли у нас четко определенная глобальная стратегия с четкими географически привязанными целями роста;
- обладаем ли мы надежными знаниями местного рынка и клиентов на наших целевых рынках;
- есть ли у нас на целевых рынках наделенные полномочиями и способное местное руководство?

Разработка продукта:

- есть ли у нас четкая инновационная стратегия, и знаем ли мы, для каких клиентов и рынков нам нужны инновации;
- постоянно ли наш портфель инноваций наполнен идеями с высоким потенциалом;

- является ли наше время выхода на рынок конкурентной силой, позволяющей нам завоевать долю этого рынка;
 - внедряем ли мы в новые продукты и услуги эффективные идеи, успешные по сравнению с конкурентами;
 - есть ли у нас сбалансированный портфель инновационных проектов (с точки зрения трех горизонтов, технологий, степени новизны, времени выхода на рынок);
 - какова наша доля доходов от продуктов, которым менее 3 лет?
- Инновации в сфере бизнес-модели:
- каковы типичные разочарования наших клиентов от пользования нашим продуктом или услугой;
 - что еще, помимо продукта, влияет на качество обслуживания клиентов;
 - на какие компромиссы должны идти наши клиенты, пользуясь нашим продуктом или услугой;
 - какие незадействованные потребности мы не можем удовлетворить с помощью нашей текущей бизнес-модели;
 - есть ли признаки того, что традиционные рычаги, работавшие в прошлом, теперь не работают;
 - какие бизнес-модели из других отраслей можно было бы перенести на наши рынки?

Большинство этих возможностей роста существуют не на корпоративном уровне, а на уровне отдельных бизнес-единиц. Бизнес-подразделения также должны нести ответственность за реализацию выявленных возможностей, но материнская компания может поддерживать их. Все упомянутые рычаги могут быть реализованы за счет внутренних усилий компании, но также следует учитывать возможности поглощений или партнерства. Это может быть хороший способ заполучить возможности и активы, разработка которых внутри компании заняла бы слишком много времени. Приобретение доли рынка и консолидация отрасли также могут быть жизнеспособными стратегиями роста.

Преграды для роста

Важной предпосылкой успешного роста в рамках существующего портфеля является устранение существующих организационных преград для роста. Эти преграды могут быть связаны со следующими аспектами:

- возможностями: низкое качество продуктов или услуг, слабые функциональные отделы маркетинга и продаж, плохо налаженное кросс-функциональное взаимодействие;
- структурами: быстрорастущие бизнес-предприятия неразличимы среди плохо растущих, слишком много интерфейсов взаимодействия, разрозненность между функциями, способствующая войнам за сферы влияния;

- процессами: отсутствие стандартных процессов проверки или приоритизации идей, неясные критерии принятия решений, слишком медленное и сложное принятие решений;

- показателями и стимулами: они слишком краткосрочные, не поощряющие инвестиции в рост и сотрудничество между СБЕ и функциональными отделами, слишком высокие индивидуальные затраты в случае неудачи, не мотивирующие сотрудников прилагать особые усилия;

- культурой и мировоззрением: неприятие риска, самоуспокоенность действующего в отрасли игрока, синдром неприятия чужих разработок, отсутствие направления и сосредоточенности внимания, отсутствие полномочий.

Важной задачей материнской компании является обеспечение правильных концепций и условий работы: утверждение лучших функциональных практик, установление правильных стимулов, определение надлежащих процессов и критериев, а также наиболее эффективное распределение направляемых в рост инвестиций.

Крис Зук (Zook C., 2004) продемонстрировал возможности правильного понимания этих моментов. Он показал, что успешно растущие компании не ограничиваются устранением барьеров для роста, а создают организацию, которая всецело привержена росту. Умение найти воспроизводимую формулу роста, метод выявления и использования возможностей роста, который можно было бы применять снова и снова, может стать важным конкурентным преимуществом. Он приводит в пример «Найк» (Nike): в 1963 году компания начала с кроссовок, в 1985 году вошла в сферу баскетбола (с Майклом Джорданом (Michael Jordan) в роли медийного представителя), в 1986 году – в теннис (при участии Джона Макинроя (John McEnroe)) и затем воспроизвела эту модель расширения в течение 10 последующих лет, постепенно входя в сферы бейсбола, футбола, велоспорта, волейбола, пеших походов, американского футбола и, наконец, гольфа (подписав контракт на 100 миллионов долларов США с Тайгером Вудсом (Tiger Woods)). Попутно «Найк» расширяла ассортимент своей продукции: от обуви до одежды и товаров долговременного пользования, а также расширила свое географическое присутствие: от территории США до глобальной модели распределения. Воспроизводимая формула роста компании позволяла ей извлекать выгоду из эффекта кривой обучения за счет повторяющегося применения и стандартизации. «Найк» смогла предложить инвесторам и сотрудникам стратегическую ясность, которая координировала их усилия в стремлении к росту и позволяла компании достигать выдающейся скорости в выявлении и использовании новых рыночных возможностей.

Культура роста

Компании, которые успешно растут в течение длительного периода времени, должны не только обладать выигрышной формулой роста, но и возвращать менталитет роста, гарантирующий, что они сохраняют свои лидирующие позиции, даже если со временем станут более крупными и зрелыми.

Исследование, проводимое компанией «Бэйн энд кампэни» (Bain & Company) (Zook C. & Allen J., 2016), подтверждает важность «менталитета основателя» для поддержания роста и выделяет три очень схожие черты: миссия бунтовщика (смелая, острая и с безграничным горизонтом), одержимость быть на передовой (основанная на защите интересов клиентов, расширении прав и возможностей рядовых сотрудников и неустанном экспериментировании) и мышление владельца (с сильной ориентацией на денежный аспект, предвзятым отношением к действию и отвращением к бюрократии).

Подводя итог, можно сказать, что поиск возможностей роста в рамках существующего портфеля представляет собой важный первый шаг в разработке стратегии корпоративного роста. Такие возможности могут быть очень привлекательны, поскольку строятся на существующих способностях, в существующих операциях используют эффект экономии за счет масштаба и эффект обучения, а также укрепляют текущий состав СБЕ. Они также кажутся менее рискованными, поскольку зачастую имеют дело с известными рынками, клиентами и конкурентами. Тем не менее важно критически относиться к таким заманчивым вариантам расширения основного бизнеса. Они, помимо прочего, могут втягивать руководство в непривлекательные сегменты рынка, потому что привлекательные сегменты уже заняты, в борьбу со спадом на зрелом рынке, с которого следует лучше собирать плоды, либо в переплату за долю рынка или консолидацию отрасли. В любом случае выявленные ключевые возможности всегда следует сравнивать с вариантами роста за пределами существующего портфеля. Если вы все сделаете правильно, результатом будет четкое представление о потенциале и привлекательности роста в рамках существующего портфеля и о вытекающей из этого необходимости выйти за пределы существующего портфеля, чтобы удовлетворить стремление компании к росту.

Рост за пределами существующего портфеля

Рост за пределами существующего портфеля или диверсификация портфеля включает как смежные, так и несвязанные варианты роста. Он часто достигается за счет поглощений ввиду того, что во многих случаях внутреннее развитие кажется слишком медленным или не позволяет преодолеть барьеры для входа в новую сферу бизнеса.

Конечно, существуют и внутренние способы достижения выходящего за пределы роста. Например, многие крупные компании создали внутренние платформы для поддержки и корпоративного финансирования новых предприятий, такие как бизнес-инкубаторы, поддерживающие и сотрудничающие с компаниями-стартапами на ранних стадиях, или подразделения корпоративного венчурного капитала, которые инвестируют небольшие доли капитала в компании-стартапы для оценки и доступа к новым возможностям роста. За последние годы такая корпоративная венчурная деятельность значительно расширилась. Корпоративный венчурный бизнес (или создание и финансирование корпорациями новых предприятий), традиционно возглавляемый такими отраслями, как технологии, фармацевтика, телекоммуникации, СМИ и издательское дело, становится все более популярен среди компаний в других отраслях, таких как потребительские товары, машиностроение и строительство. Их мотивация заключается не только в получении финансовой прибыли, но и в дополнении внутренних исследований и разработок, проникновении на быстрорастущие новые рынки и получении раннего доступа к потенциально прорывным технологиям и бизнес-моделям. Однако такие усилия в основном служат для стимулирования инноваций в рамках существующего портфеля и укрепления существующих бизнес-подразделений; они редко обеспечивают основу для крупных шагов в диверсификации.

Таким образом, наше основное внимание в данном разделе будет направлено на рост за пределами существующего портфеля, основанный на поглощениях и стратегическом партнерстве. Однако даже если поглощение кажется наиболее многообещающей траекторией роста, прежде чем гоняться за рыбой, важно начать с осмотра пруда. Может казаться заманчивым сразу сделать акцент на потенциальных целевых объектах поглощения или партнерах, которые помогут вам войти в новую область. Но если только вы не уверены, что тот или иной конкретный рынок привлекателен, и что ваша компания способна преуспеть на этом рынке, наличие кажущихся привлекательными целей отходит на второй план. Не следует покупать предприятие на том или ином рынке, только потому что вы хотите реализовать определенную цель; приобретайте определенное целевое предприятие как способ войти на привлекательный рынок.

Поиски роста за пределами существующего портфеля сводятся к пяти отдельным шагам.

1. Определить амбиции компании и масштаб поиска роста.
2. Составить длинный список идей роста.

3. Оценить и отфильтровать идеи роста, чтобы получить краткий список.
4. Детализовать выбранные из краткого списка идеи.
5. Составить список приоритетных действий и дорожную карту.

Обсудим эти пять шагов поочередно.

Этап 1: определить амбиции компании и масштаб поиска роста

В начале поиска вариантов роста нужно уяснить для себя амбиции компании и масштабы поиска. Является ли целевой объект защитой существующих бизнес-единиц, развертыванием конкурентного преимущества в смежных областях, диверсификацией портфеля или же созданием опоры для нового бизнеса? Масштаб, как уже отмечалось, должен определяться общими целями разработки корпоративной стратегии. Количественно выраженный уровень амбиций относительно поиска определяется расхождением между общими амбициями компании относительно роста и выявленным потенциалом роста существующих СБЕ. Амбиции и масштаб также влияют на подход к генерированию и оценке идей роста.

Этап 2: составить длинный список идей роста

Как однажды заметил Лайнус Полинг (Linus Pauling), дважды лауреат Нобелевской премии: «Верный способ получить хорошие идеи – собрать множество идей и отбросить плохие». Есть много потенциальных источников выявления идей роста.

Хорошей отправной точкой будет сопоставление смежных вариантов с существующим портфелем предприятий (на рис. 2.14 в качестве примера отражен опыт кофейной компании). Смежные варианты могут возникнуть в результате выхода на соседние этапы цепочки создания ценности (обратная или прямая интеграция), предложения дополнительных сопутствующих продуктов или услуг существующей клиентской базе, модификации существующих продуктов в целях предложения новых применений или выхода на новые сегменты клиентов либо использования существующих технологий для разработки новых продуктов для текущих или новых сегментов клиентов. Преимущество смежных возможностей роста в том, что изменяются только некоторые элементы бизнес-модели, и компания может полагаться на существующие сильные стороны в продуктах, технологиях, доступе к клиентам или цепочках распределения.

Связанный подход начинается с определения корпоративных возможностей и исследует, как их можно применить к другим областям бизнеса. Например, «Алфабэт» (Alphabet), материнская компания «Гугл» (Google), использует свои возможности в области интернет-сервисов, анализа и хранения данных,

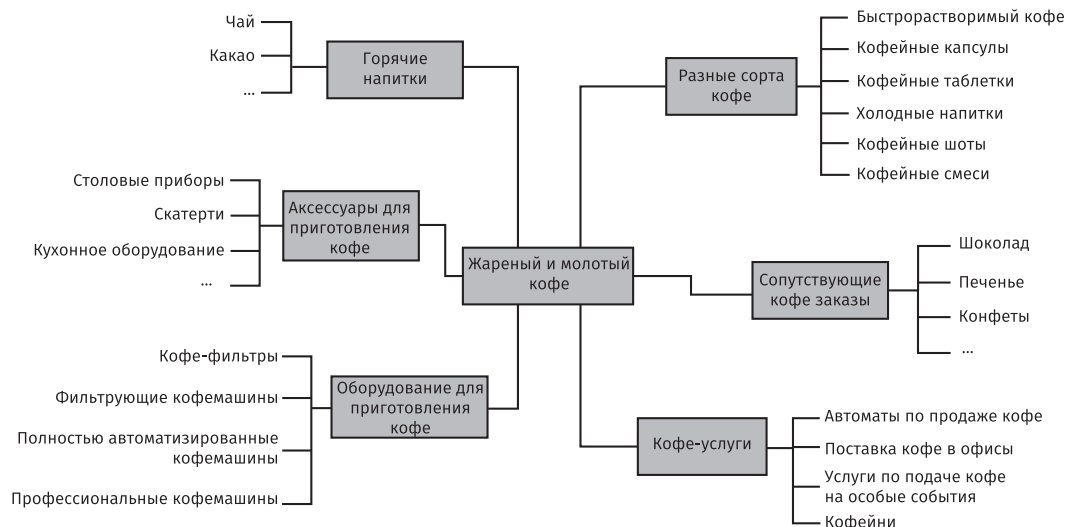


Рис. 2.14. Карта смежных областей для определения возможностей роста (кофейная компания)

чтобы войти в сферу технологий беспилотных транспортных средств («Уэймо» (Waymo)), образования («Куэмат» (Cuemath)), перевозок («Лифт» (Lyft)), технологий смартфонов («Редакс» (Redux)) и во многие другие области.

Более конъюнктурные подходы, чтобы генерировать свои идеи роста, анализируют основные направления инвестиций конкурентов. Например, патентные базы данных можно проверить с помощью самых современных инструментов, которые анализируют ключевые области инвестиций в интеллектуальный капитал. Результаты визуализируются в виде карт, где указываются основные технологические тенденции и потенциальные возможности роста и приобретений. Точно так же модели инвестирования фондов венчурного капитала или сделок частных инвестиционных компаний можно оценить на основе общедоступных баз финансовых данных. Это позволяет компании, ищущей возможности роста, использовать аналитический потенциал этих специалистов по инвестициям, а также выявлять портфельные компании, которые могут вскоре выйти на рынок капитала, поскольку они уже принадлежат этим частным инвесторам на протяжении сроков, превышающих типичные 5–7 лет.

Распространенный подход к разработке стратегии на долгосрочную перспективу заключается в изучении мегатрендов и извлечении из них возможно-

стей роста. Мегатренды – это важные долгосрочные тенденции, которые будут определять будущее мира и бизнеса. Они связаны с экономикой, политикой, демографией, окружающей средой, поведением потребителей, технологиями и другими факторами. Яркими примерами мегатрендов могут быть старение многих западных обществ, дефицит воды в больших частях мира или все более широкое использование аналитики больших данных и искусственного интеллекта. Поскольку мегатренды настолько сильны, они относительно предсказуемы. Компании, которым удастся найти правильные сроки для использования мегатрендов, могут получить богатую прибыль. Чтобы использовать мегатренды применительно к поиску возможностей роста, их необходимо преобразовать в конкретные возможности для бизнеса. Например, химическая компания, желающая извлечь выгоду из таких мегатрендов, как урбанизация, солнечные технологии и электромобили, может решить заняться передовыми аккумуляторными технологиями, которые необходимы для накопления энергии во многих вариантах конечных применений.

Этап 3: оценить и отфильтровать идеи роста, чтобы получить краткий список

Каким бы ни был первоначальный длинный список идей роста, следующий шаг требует первичной оценки и расстановки приоритетов возможностей. Для отдельных компаний могут существовать свои специфичные критерии отсеивания, которые можно использовать при первой фильтрации. Например, некоторые компании исключают те или иные продукты по этическим соображениям (как то табак, оружие), определенным характеристикам рынка (сырьевые рынки, консолидированные отрасли), конкурентным ситуациям (конкуренция с крупными транснациональными корпорациями или государственными компаниями) или исходя из специфики бизнес-модели (высокая капиталоемкость или интенсивность обслуживания). Оставшиеся идеи роста следует оценить по их привлекательности и способности компании добиться выигранных позиций.

Привлекательность, как правило, измеряется размером ожидаемых будущих пулов прибыли, который можно приблизительно оценить исходя из размеров и темпов роста рынка, его текущей прибыльности, ожидаемой динамики рынка (как то интенсивность конкуренции или барьеры для входа) и потенциальных рисков (возникающих, например, в результате процессов регулирования или замещения). Даже если нужна лишь приблизительная первичная оценка, она требует значительных аналитических усилий и привлечения всех доступных источников данных, таких как отраслевые отчеты,

финансовые базы данных, публикуемая информация о компании, отчеты финансовых аналитиков и интервью с отраслевыми экспертами. Для обеспечения объективной и сбалансированной оценки важно использовать несколько независимых источников и оценку должны проводить разные аналитики.

Еще до того, как начнется поиск вариантов роста, важно иметь ясное (и по возможности максимально объективное) представление об этих возможностях (потенциальных источниках роста), которые можно использовать для построения будущего компании. В противном случае, как только вы определите привлекательный вариант роста, возникает соблазн убедить себя, что у вас есть все необходимые для этого возможности. Помните, что другие компании в вашей или смежных отраслях также сочтут этот вариант привлекательным, и, если вы не привнесете конкретного преимущества, нет никаких причин, по которым вы должны быть в состоянии извлечь из этого варианта больше, чем вложите в него с точки зрения инвестиций или выплат за приобретение.

Третьим критерием выбора короткого списка возможностей роста должна быть предварительная проверка осуществимости входа. Некоторые возможности могут быть быстро исключены из-за того, что в них барьеры для входа слишком высоки, нет подходящих и доступных целевых объектов для поглощения или партнерства, или ожидаемая реакция конкурентов делает тот или иной вход непривлекательным.

Этап 4: детализовать выбранные из краткого списка идеи

Полученный краткий список приоритетных возможностей роста заслуживает более глубокой оценки. Здесь, вероятно, потребуются дальнейшая детализация идей. Например, если в первом процессе фильтрации запчасти для автомобилей были определены как привлекательный сегмент роста, теперь необходимо решить, какой подсегмент рынка, как то двигатель и трансмиссия, электроника и электрооборудование, аудиосистема и телематика или рулевое управление и система торможения следует на него ориентировать? Отбор снова будет осуществляться исходя из привлекательности подсегментов и способности компании занять выигрышные позиции. Критерии теперь могут стать более подробными, с отраслевой спецификой, как, например, оценка потенциальных избыточных мощностей на рынке, угроз коммодитизации или замещения, технологических тенденций или стратегий конкурентов.

Более того, необходимо определить наилучший маршрут входа в выбранный подсегмент. Возможен ли органический вход за счет собственных инвестиций в разработку продукта и инфраструктуры или же для входа на рынок нужны будут партнеры? Есть ли возможность быстро стать весомым игроком,

прибегнув к поглощению крупного конкурента, или нам нужно рассматривать стратегию последовательного роста: «купить или создать»? Тщательный и систематизированный процесс отбора потенциальных объектов поглощения или стратегических партнеров должен гарантировать, что компания не ухватится за первую попавшуюся возможность, а рассмотрит все доступные варианты. Следует определить не только очевидные целевые объекты, которые легко можно переоценить, но также и «скрытых чемпионов» или зарождающихся новых лидеров отрасли, которые не находятся на экранах радаров других конкурентов.

Амбиции и стратегию реализации выбранного варианта роста необходимо преобразовать в примерное экономическое обоснование, в котором были бы количественно определены размер и сроки первоначальных инвестиционных требований, а также ожидаемые доходы и потоки прибыли. Важный элемент экономического обоснования – определение логики создания ценности. Как это поглощение укрепит позиции компании и добавит ценность ее текущему корпоративному портфелю? Каким образом можно повысить ценность приобретенного бизнес-предприятия после того, как оно станет собственностью компании, чтобы оправдать ожидаемые выплаты за поглощение? Каковы конкретные идеи по улучшениям этого отдельного бизнес-предприятия, а также его синергии с существующим корпоративным портфелем? Какие риски можно ожидать и как их можно смягчить?

Этап 5: составить список приоритетных действий и дорожную карту

Опираясь на экономическое обоснование короткого списка возможностей роста, можно расставить приоритеты и создать список действий. Такой *список действий* включает целевые объекты с высокой привлекательностью, стратегическим соответствием и выполнимостью сделки, которые следует обрабатывать в первую очередь. Вероятно, одного-единственного кандидата, отвечающего всем критериям: работающего в наиболее привлекательной отрасли, отлично подходящего компании и обладающего высокими показателями эффективности, а также доступного и недооцененного, не будет. Скорее всего, несколько кандидатов будут соответствовать наиболее важным критериям и иметь свои сильные стороны и риски.

Список действий становится частью *дорожной карты*, которая определяет, какие инициативы роста можно реализовывать параллельно, какие потенциальные цели приобретения следует рассматривать в первую очередь, и как должна действовать компания в непредвиденных обстоятельствах. Она также содержит досье обозначенных целевых объектов слияний и поглоще-

ний, обобщающее всю соответствующую информацию, собранную в процессе поиска, в качестве подготовки к последующему процессу сделки.

Однако если стратегия роста выступает как часть более широкого процесса разработки корпоративной стратегии, ее реализация также зависит от анализа существующего портфеля и должна быть встроена в общую стратегию корпоративного портфеля.

2.5. Стратегия корпоративного портфеля

Теперь мы подошли к центральному разделу данной главы: мы можем перейти к формулированию стратегии корпоративного портфеля. Возможно, это самый важный элемент корпоративной стратегии, и многие топ-менеджеры используют термины «стратегия портфеля» и «корпоративная стратегия» почти как синонимы. Все наши составляющие собраны воедино: согласованные корпоративные амбиции, финансовые цели и направляющие принципы миссии и видения; четкое понимание корпоративных возможностей, на которых может строиться будущая стратегия; честная оценка существующих стратегических бизнес-единиц с разных точек зрения, а также оценка общего потенциала создания ценности и сбалансированности портфеля; а также список возможностей роста в рамках и за пределами существующего портфеля с расставленными приоритетами.

Теперь мы можем объединить все эти составляющие, чтобы определить будущую стратегию портфеля компании. Для этого рассмотрим различные альтернативные варианты развития портфеля, которые могут быть достигнуты путем объединения существующих возможностей СБЕ и потенциальных возможностей роста за пределами существующего портфеля.

Стратегия корпоративного портфеля определяется, если решить два вопроса:

- как мы хотим *изменить* то, чем владеем (целевая конфигурация корпоративного портфеля);
- как мы хотим *управлять* тем, чем мы владеем (конкретные роли, которые СБЕ должны играть в портфеле)?

Следует заметить, что стратегия корпоративного портфеля не может быть детализирована во всех тонкостях, но она должна быть гибкой и реагировать на возникающие по ходу возможности. Однако целесообразно представлять себе целевую картину будущего портфеля и оценивать появляющиеся варианты, сопоставляя их с этой целевой картиной, а не просто следовать им из

чисто конъюнктурных соображений. И, конечно же, разработку стратегии корпоративного портфеля не следует рассматривать как схематичный или механический процесс, который можно выполнять как по кулинарной книге. Это столько же искусство, сколько наука.

Подход, который мы здесь описываем, следует воспринимать лишь как общий ориентир, как концепцию, помогающую структурировать задачу.

Варианты развития портфеля

Для большинства компаний, находящихся на пути развития корпоративной стратегии, оценка существующего портфеля и финансовое обоснование его развития выявляют некоторые существенные расхождения с их корпоративными амбициями. Эти расхождения могут быть связаны с ожидаемыми финансовыми показателями портфеля, такими как потенциал его роста или доходности. Также они могут быть замечены в его сбалансированности и профиле риска, например, когда анализ показывает, что слишком много предприятий находятся на поздних стадиях жизненного цикла их бизнеса или что портфель слишком зависит от определенных товаров, национальной экономики или тенденций неопределенности. Такие расхождения необходимо закрыть путем изменения конфигурации портфеля и/или адаптации стратегических приоритетов отдельных СБЕ и соответствующей корректировки распределения корпоративных ресурсов.

Заманчиво было бы определить стратегию портфеля, просто выбрав наилучший стратегический вариант для каждой СБЕ и наиболее привлекательные варианты роста и объединив их в целевой портфель. Однако на практике это, скорее всего, потерпит неудачу, поскольку существуют ограничения ресурсов, требующие компромиссных решений. Целевой портфель должен создавать баланс между различными заранее определенными специфичными для данной компании целями разработки корпоративной стратегии. Более того, как обсуждалось, хороший портфель – это больше, чем набор эффективных бизнес-предприятий. Это сбалансированное целое, которое имеет более высокую ценность, чем просто сумма его составляющих, а также нуждается в определенной связности и внутренней логике.

Как же нам получить такой целевой портфель, который наилучшим образом соответствовал бы нашим корпоративным амбициям? Представляется, что хороший способ решить эту проблему – продумать альтернативные варианты развития корпоративного портфеля. Многие компании начинают с общих вариантов, таких как смена ориентиров портфеля, горизонтальная диверсификация, вертикальная диверсификация, несвязанная диверсификация, трансформация

портфеля или просто его постепенная эволюция. Однако эти общие варианты могут служить лишь отправной точкой. Значимые варианты должны подходить под специфику данной компании и основываться на предварительном анализе существующего портфеля и вариантов роста, а также на определенных корпоративных амбициях и выявленных корпоративных возможностях.

Эту ситуацию можно сравнить с принятием важного решения в вашей личной жизни, как, например, покупка нового дома. Это судьбоносное решение: вам придется жить с ним долгие годы, оно потребует значительных финансовых вложений и будет иметь множество последствий для вашей личной и профессиональной жизни. Большинство людей не покупают больше одного или двух домов за всю свою жизнь, поэтому вы, вероятно, не сможете здесь полагаться на богатый опыт. Если вы не совсем уверены, как должен выглядеть ваш новый дом, вы, вероятно, составите список вариантов. Это может быть особняк в центре города, дом ленточной застройки в новом жилом районе или коттедж в сельской местности. Чтобы сделать выбор между вариантами, вы определите ряд критериев, которым должен соответствовать дом вашей мечты, например хорошее сообщение с местом вашей работы, тихий район, хорошие школы для ваших детей, красивый вид и магазины в шаговой доступности, и затем вы будете оценивать варианты по этим критериям.

Кроме того, вы хотите прочувствовать, каково жить в этих разных типах домов, поэтому вы посещаете их и представляете свою повседневную жизнь в том или ином доме. Конечно, вам также необходимо учитывать свой бюджет и проверять, сможете ли вы позволить себе цену и текущие расходы. В конце концов, в условиях оставшейся неопределенности вы примете решение в пользу дома, который представляет собой наилучший компромисс для ваших конкурирующих целей. Скорее всего, вы должны быть готовы пойти на некоторые компромиссы и отказаться от каких-то пунктов вашего первоначального описания дома мечты.

Варианты развития корпоративного портфеля компании можно сформировать как сочетания существующих СБЕ и потенциальных возможностей роста за пределами существующего портфеля. Для каждой существующей СБЕ могут быть предусмотрены альтернативные варианты развития, такие как разные направления роста, сильный акцент на повышение доходности или даже выход из портфеля. Приводившийся ранее анализ портфеля и расстановка приоритетов для вариантов роста в пределах и за пределами текущего портфеля, таким образом, будут ключевыми входными данными. Цель заключается не в том, чтобы сгенерировать все теоретически возможные комбинации, а в

том, чтобы сосредоточить внимание на вероятных вариантах, которые дают вам согласованный портфель с внутренней логикой, кажутся финансово осуществимыми и управляемыми и могут быть убедительно и обоснованно представлены стейкхолдерам компании.

Может быть целесообразно сформулировать эти варианты как архетипы самых разных направлений, в которых может двигаться компания, и которые впоследствии будут уточняться.

Различные варианты развития портфеля должны быть описаны максимально подробно и красочно. Они должны включать конфигурацию портфеля в целевом состоянии, а также стратегические приоритеты и доли доходов и прибыли отдельных стратегических бизнес-единиц. Они также могут включать предварительные формулировки корпоративной миссии и видения, которые в этих различных вариантах характеризуют компанию. Описания соответствующей конкурентной среды и профилей инвесторов, которых компания может привлечь, дополнительно иллюстрируют возможные варианты. Как и в случае с посещением дома, который вы хотите купить, цель здесь заключается в том, чтобы прочувствовать, каково это быть владельцем того или иного конкретного портфеля. Для этого может быть целесообразно даже представить варианты в виде разных комнат дома, которые можно физически посетить и которые украшены данными, изображениями и заголовками, иллюстрирующими тот или иной вариант. В других случаях можно подготовить альтернативные версии макетов статей в бизнес-журнале, которые описывают компанию в будущем, через 10 лет и «оглядываются» на ее развитие, затрагивая основные внутренние и внешние события, решения и истории. Цель заключается в том, чтобы сделать различные варианты как можно более осязаемыми и представить все плюсы и минусы, а также последствия, которые следует учитывать при их оценке.

Анализ вариантов развития портфеля также должен включать в себя финансовое моделирование. Моделирование должно следовать тому же формату, что и финансовое обоснование, где был сделан расчет, принимая за базовый вариант текущий портфель. Таким образом, альтернативные варианты можно количественно сравнить с этим финансовым обоснованием и заранее определенными финансовыми амбициями, основываясь на наборе ключевых финансовых показателей, таких как абсолютная выручка и темпы роста, абсолютная прибыль и доход на задействованный капитал или генерирование денежных средств. Это сравнение также должно включать анализ соответствующих критериев баланса денежных средств, баланса роста, баланса ценности и баланса рисков.

Тщательный анализ не должен ограничиваться расчетом точечных оценок будущего финансового развития, он также должен проверять надежность вариантов путем моделирования различных сценариев для ключевых непредвиденных обстоятельств и факторов риска. Типичные неопределенности, моделируемые в таких сценариях, включают динамику цен на важные продукты или сырье, рост спроса на ключевых рынках, достижимую долю рынка или размер потребностей в инвестициях. В зависимости от склонности корпорации к риску вариант развития портфеля, создающий более низкую ожидаемую ценность, но более устойчивый к неопределенностям, может считаться более привлекательным, чем вариант с более высокой доходностью, но при этом с более высокими рисками.

Финансовое моделирование также должно выходить за рамки описания будущего целевого состояния и включать моделирование траекторий трансформации. Желаемая последовательность и сроки приобретений, продажи предприятий, крупных инвестиций и других стратегических инициатив должны быть приблизительно определены и смоделированы в целях проверки их осуществимости. Иногда целевое состояние может выглядеть очень привлекательно, но путь к нему настолько тернист и рискован, что от этого варианта приходится отказаться. В частности, могут возникнуть сдерживающие факторы, обусловленные финансовыми ограничениями, поскольку тот или иной вариант требует инвестиций, превышающих целевые показатели максимального финансового рычага или минимальных выплат дивидендов. Таким образом, анализ может также указать, где необходимо скорректировать тот или иной вариант, чтобы сделать его осуществимым и более привлекательным.

Конфигурация целевого портфеля

Подробные, красочные и наглядные описания альтернативных вариантов развития портфеля и соответствующих им маршрутов трансформации уже представляют собой хорошую основу для выбора конфигурации целевого портфеля. В большинстве случаев отдельные лица, принимающие решения, отдают предпочтение одному из предлагаемых вариантов, но они не обязательно сходятся на одном мнении. Как прийти к решению, которое поддержало бы все руководство компании?

Простого и объективного алгоритма отбора не существует, поскольку в нем будут играть роль многие различные критерии, и все их необходимо учитывать при целостной оценке. Для начала варианты следует оценить, сопоставляя с целями компании, заранее определенными для разработки корпоративной стратегии. В какой степени эти варианты достигают определенных

количественных и качественных целевых показателей с точки зрения акцента деятельности бизнес-предприятий, финансовой эффективности и ограничений, профиля риска-доходности и баланса портфеля? Какие варианты работают лучше других по критериям, наиболее важным для компании?

Некоторые варианты могут быть отвергнуты, поскольку они упускают из виду важные цели или их признают слишком рискованными в реализации, например, потому что они требуют поглощения крупного конкурента, который может не согласиться на продажу. Однако, как и в примере с домом, будет практически невозможно найти путь развития и целевой портфель, набирающие высокие баллы по всем параметрам, поэтому окончательный выбор будет представлять собой компромисс, обеспечивающий наилучший баланс между конкурирующими целями.

Заманчиво думать, что лучший вариант развития портфеля можно найти, просто рассчитав чистую текущую стоимость (NPV) всех вариантов и выбрав тот, который дает самую высокую итоговую оценку компании. Несмотря на то, что выстроить требуемые финансовые модели несложно, во многих источниках рекомендуется использовать такой подход, поскольку он дает лишь ложное ощущение объективности и точности (Pidun U., 2019).

Учитывая длительный временной горизонт, как правило составляющий 5–10 лет, и сложность большинства вариантов развития портфеля, финансовая модель может дать лишь приблизительное представление о достижимых темпах роста и прибыли, необходимых инвестициях и возникающих в результате денежных потоках. Таким образом, данная модель может оценить общее финансовое влияние того или иного варианта и проверить его финансовую осуществимость, но для строгой финансовой оценки она не подходит. Например, приобретения следует рассматривать с нулевой чистой текущей стоимостью (NPV); в противном случае результаты искажаются необоснованными предположениями о получении доступа к целевым объектам по выгодной цене. Это не позволит обоснованно сравнивать варианты исходя из их рассчитанной чистой текущей стоимости.

В некоторых случаях управленческая команда может быть не в состоянии договориться о дальнейших действиях на основе оценки вариантов по заранее определенным критериям. Хороший подход к выходу из тупика и выстраиванию процесса выбора среди оставшихся вариантов заключается в том, чтобы обобщить их сильные и слабые стороны и неопределенности с точки зрения ключевых предположений, которым нужно верить, если вы хотите сделать ставку на соответствующий вариант (анализ WYNTB – аббре-

виатура от «what you need to believe»/«во что вам нужно верить»). На первом этапе руководителям нужно только согласовать требования, которые должны выполняться, чтобы сделать тот или иной вариант привлекательным и осуществимым, что переводит обсуждение на более объективный уровень, где легче прийти к согласию. На втором этапе обсуждение может быть сосредоточено на рассматриваемых предположениях. Дополнительная информация или детальный анализ могут помочь прийти к согласию, но в конечном итоге все сводится к управленческому решению в условиях неопределенности. Даже если отдельные члены управленческой команды могут не разделять убежденности во всех предположениях, данный процесс должен обеспечить их готовность «не соглашаться и принимать» общее направление. Такое принятие всей руководящей командой – важный фактор успеха для последующего внедрения, особенно в случае необходимости более существенной трансформации портфеля.

После принятия основного решения относительно предпочтительного варианта развития портфеля и целевого портфеля необходимо более подробно определить дорожную карту преобразований. Как описано выше, она должна включать последовательность и сроки крупных приобретений, продаж, инвестиций и других инициатив. Должны быть обозначены возможные последствия для структуры и процессов организации, ее материнской стратегии и операционной модели, финансовой стратегии и кадровой политики. В случае крупных преобразований может возникнуть необходимость финансировать этот путь за счет продаж более мелких предприятий или дополнительной программы повышения производительности.

Финансовые и управленческие ресурсы, необходимые для процесса трансформации, должны быть определены и количественно посчитаны. В частности, эффективность руководства может стать узким местом, если параллельно планируется осуществлять слишком много изменений. Это может потребовать корректировки первоначальной версии дорожной карты, чтобы сделать ее осуществимой и ограничить риск реализации. Для более широких преобразований портфеля может быть полезно организовать внедрение в формате программы, управляемой центральным офисом управления проектами (ОУП). ОУП отвечает за структурирование программы, координацию между модулями, отслеживание прогресса, сверку результатов, предложение поддержки, коммуникации и управление изменениями.

Конфигурация целевого портфеля также важный элемент систематизирующего видения компании. В отличие от вдохновляющего видения, которое

формулируется в начале процесса разработки корпоративной стратегии как Полярная звезда, определяющая амбиции и приоритеты лидеров, систематизирующее видение соответствует заключительной картине, синтезирующей и обосновывающей уже разработанную корпоративную стратегию. Многие компании включают описание ключевых характеристик конфигурации своего целевого портфеля как часть своего систематизирующего видения.

Систематизирующее видение и конфигурация целевого портфеля должны быть сформулированы как можно более четко и точно, чтобы гарантировать, что все лица, принимающие решения, разделяют одинаковое понимание, они должны служить надлежащим ориентиром при принятии решений в будущем. Некоторые компании даже используют простой контрольный список, позволяющий им легко проверять, достигнута ли цель. Однако более спорным будет вопрос относительно того, до какой степени широко корпоративное видение и целевой портфель должны сообщаться публике по всем уровням внутри компании и за ее пределами. С одной стороны, широкий охват коммуникации здесь имеет свое преимущество: он согласовывает и активизирует организацию и всех ее стейкхолдеров, обеспечивая ясность и ощущение направления. С другой стороны, соображения конфиденциальности и тактика, связанная с отчуждением активов, партнерствами и поглощениями, могут ограничивать более широкую коммуникацию. Большинство компаний решают эту дилемму, публично сообщая измененную версию видения, которая менее детализирована и не содержит чувствительных элементов.

Роли портфеля

Помимо определения конфигурации целевого портфеля, стратегия корпоративного портфеля устанавливает роли, которые различные предприятия в рамках портфеля должны играть. Концепция ролей портфеля восходит к оригинальной матрице доли рынка и роста, созданной Бостонской консалтинговой группой (BCG), в которой каждой СБЕ предписывается одна из четырех общих стратегий («дойная корова», «звезда», «вопросительный знак» или «бедная собака») в зависимости от их положения в матрице. По сегодняшним меркам эта классификация, основанная только на двух критериях (рост рынка и относительная доля рынка), кажется чрезмерно упрощенной, а неоднозначное определение границ между квадрантами и вытекающие отсюда последствия вызывают серьезные споры и критику.

Но основная идея, заключающаяся в том, что бизнес-предприятия могут играть разные роли в корпоративном портфеле и что эти роли должны опре-

делиться заранее с корпоративной точки зрения как исходный вклад и направляющие принципы для разработки стратегии на уровне СБЕ, по-прежнему актуальна. Основные преимущества этого подхода в том, что он устанавливает прочную связь между стратегией корпоративного уровня и бизнес-уровня; обеспечивает согласованность между стратегией, инвестициями и финансовыми целевыми показателями и позволяет распределять ресурсы, основываясь на ценности, а не на децибелах громких заявлений.

Какие типичные роли в рамках портфеля сегодня используют компании? Большинство концепций ролей портфеля связаны с жизненным циклом отрасли. Типичные роли включают: бизнес-предприятия развития, бизнес-предприятия роста, базовые бизнес-предприятия и бизнес-предприятия, приносящие плоды (рис. 2.15). Проиллюстрируем эти роли на примере диверсифицированной энергетической компании.

Бизнес-предприятия развития находятся на ранней стадии жизненного цикла своей отрасли. Их стратегический акцент должен быть сосредоточен на том, чтобы завоевать популярность на своем рынке и занять значительные рыночные позиции. Они вносят вклад в ценность своего варианта и в потенциал роста портфеля в долгосрочной перспективе. Им не нужно быть прибыльными сегодня, чтобы оправдать свое участие в портфеле, но они должны представить доказательства долгосрочной жизнеспособности и потенциала создания ценности на уровне предприятия.

	Бизнес-предприятия развития	Бизнес-предприятия роста	Базовые бизнес-предприятия	Бизнес-предприятия, приносящие плоды
Стратегический акцент	<ul style="list-style-type: none"> Завоевать популярность, чтобы занять значительные позиции на рынке Представить доказательства долгосрочного потенциала создания ценности на уровне предприятия 	<ul style="list-style-type: none"> Использовать присутствующие на рынке возможности роста Обеспечить создание ценности на уровне предприятия в долгосрочной перспективе 	<ul style="list-style-type: none"> Обеспечить себе долгосрочные позиции на рынке, не гонясь за ростом Обеспечивать положительный денежный вклад предприятия на протяжении всего цикла 	<ul style="list-style-type: none"> Извлекать максимум ценности и денежных средств из бизнес-предприятия Обеспечить финансирование для бизнес-предприятий роста в портфеле
Вклад в портфель	<ul style="list-style-type: none"> Ценность варианта Потенциал долгосрочного роста 	<ul style="list-style-type: none"> Рост Долгосрочное создание ценности 	<ul style="list-style-type: none"> Стабильность Краткосрочная прибыльность 	<ul style="list-style-type: none"> Финансирование Краткосрочное генерирование денежных средств

Рис. 2.15. Роли в корпоративном портфеле (пример)

Подобно «вопросительным знакам» в оригинальной матрице доли рынка и роста, созданной БКГ (BCG), они представляют собой возможности, но также и бремя, и, если они не соответствуют ожиданиям, их пребывание в портфеле следует подвергать сомнению. В примере энергетической компании бизнес по производству солнечной энергии и новые решения типа В2В («бизнес для бизнеса»), основанные на «умной» системе учета, квалифицируются как бизнес-предприятия развития.

Бизнес-предприятия роста обычно находятся на более продвинутой, но все еще растущей фазе жизненного цикла отрасли. Они должны делать акцент на использовании присутствующих на рынке возможностей роста и на улучшении своих рыночных позиций. Они вносят свой вклад в рост и создание ценности портфеля в долгосрочной перспективе. Чтобы оправдать свое участие в портфеле, они должны быть прибыльными, но из-за их высоких инвестиционных потребностей они могут еще не приносить положительного денежного вклада. Однако они должны демонстрировать, что в долгосрочной перспективе смогут преобразовать рост в положительный денежный поток за вычетом инвестиций. В примере энергетической компании материковые и морские ветровые электростанции – типичные предприятия роста.

Базовые бизнес-предприятия обычно представляют собой центр тяжести корпоративного портфеля. Они, как правило, находятся в зрелой фазе жизненного цикла отрасли с ограниченным потенциалом роста. Их стратегический акцент должен быть на сохранении своей позиции на рынке, но не обязательно на ее расширении или погоне за новыми возможностями роста. Они вносят в портфель стабильность, прибыльность и денежные средства. Во многих случаях они считаются основным бизнесом, потому что они крупные и в прошлом были двигателями роста. Однако, чтобы оправдать свое участие в портфеле, они должны генерировать превосходную прибыль и положительные денежные вклады в течение всего инвестиционного цикла. В примере энергетической компании зрелый розничный бизнес и жестко регулируемые предприятия по подаче и распределению энергии можно считать базовыми предприятиями.

Бизнес-предприятия, приносящие плоды, обычно находятся на стадии зрелости или даже на стадии спада жизненного цикла отрасли. Подобно «дойным коровам» в оригинальной матрице доли рынка и роста, созданной БКГ (BCG), они должны не стремиться к росту, а сделать акцент на извлечении максимальной остаточной ценности и денежных средств из бизнеса. Таким образом, они вносят в портфель денежные средства и обеспечивают финансирование бизнес-предприятий роста и развития.

Чтобы оправдать свое участие в портфеле, они должны, прежде всего, генерировать положительный денежный поток после вычета необходимых инвестиций замены. В то же время они не должны представлять собой слишком тяжелое бремя для прибыльности и создания ценности компании. Более того, следует регулярно проверять, можно ли наилучшим образом реализовать оставшуюся ценность предприятия, приносящего плоды, продав его более подходящему владельцу. В примере энергетической компании традиционное производство электроэнергии на основе угля и газа можно отнести к предприятиям, приносящим плоды.

В зависимости от конкретной ситуации могут быть и другие роли для предприятий в корпоративном портфеле. Например, некоторые компании определяют роль *вспомогательных бизнес-предприятий*, которые вносят свой вклад в портфель, предлагая экономичные и высококачественные продукты или услуги другим бизнес-подразделениям. Примером может быть бизнес-предприятие по техническому обслуживанию самолетов авиакомпании, работающей преимущественно на внутренних клиентов. Вспомогательные предприятия должны делать акцент на повышении качества и стоимости своих внутренних предложений, а внешним бизнесом заниматься только в случае необходимости.

Как назначаются различные роли СБЕ в портфеле? В отличие от оригинальной матрицы доли рынка и роста, созданной БКГ (BCG), здесь не существует простого алгоритма перевода результатов многомерного анализа портфеля в однозначную роль для каждой СБЕ. Мы уже описывали, как различные подходы к анализу портфеля можно объединить для получения ключевых стратегических выводов и критических стратегических вопросов для той или иной СБЕ. В большинстве случаев эти выводы оставляют из всего охвата только одну или две потенциальные роли, и окончательный выбор может быть сделан на основе дальнейшего анализа и суждений руководства.

Существуют некоторые типичные рыночные и бизнес-характеристики, которыми можно руководствоваться при распределении ролей (рис. 2.16). Так, например, СБЕ, которые квалифицируются как бизнес-предприятия развития, должны быть активны на новых развивающихся рынках с высокими темпами роста и динамичной конкуренцией. Они должны представить некоторые доказательства того, что являются надлежащей бизнес-единицей, например разработали жизнеспособный продукт или, по крайней мере, убедительный бизнес-план; в противном случае их следует скорее рассматривать как проект развития. Бизнес-предприятия роста должны находиться на растущих рынках,

	Бизнес-предприятия развития	Бизнес-предприятия роста	Базовые бизнес-предприятия	Бизнес-предприятия, приносящие плоды
Характеристики рынка	<p>Рынок в фазе внедрения или быстрого роста</p> <p>Темпы роста рынка > 10% в год</p>	<p>Рынок в фазе контролируемого роста</p> <p>Темпы роста рынка = 5–10% в год</p> <p>Прибыльность рынка стабильна или растёт</p>	<p>Рынок в фазе зрелости</p> <p>Темпы роста рынка = 0–5% в год</p> <p>Стабильная, удовлетворительная прибыльность рынка</p>	<p>Рынок в фазе зрелости или спада</p> <p>Темпы роста рынка < 2% в год</p>
Характеристики СБЕ	<p>Доступно доказательство концепции</p>	<p>Соответствие ключевым факторам успеха данного рынка</p>	<p>Сильная и защищённая рыночная позиция</p>	<p>Ограниченные инвестиционные потребности</p> <p>Ограниченный риск обесценивания</p>

Рис. 2.16. Критерии распределения ролей в портфеле (пример)

темпы роста которых, однако, могут уже достичь своего пика, с консолидирующейся конкурентной средой и стабильной или растущей прибыльностью рынка. Чтобы претендовать на свою роль в портфеле, они должны продемонстрировать, что соответствуют ключевым факторам успеха данного рынка и могут играть активную роль в его дальнейшем развитии. Кандидаты на роль базового бизнес-предприятия, как правило, активны на зрелых рынках с низкими и постоянными или снижающимися темпами роста, в значительной степени консолидированной конкурентной средой и стабильной, удовлетворительной рыночной доходностью, превышающей стоимость капитала. У них должна быть достаточно сильная и устойчивая рыночная позиция, которую они смогут защищать в долгосрочной перспективе. Наконец, СБЕ на рынках, претерпевающих спад, с очень низкими или отрицательными темпами роста, высокой степенью консолидации и постоянным давлением на доходность – первые кандидаты на роль бизнес-предприятий, приносящих плоды. Чтобы соответствовать требованиям, они должны быть в состоянии генерировать положительный денежный поток после инвестиций в течение всего цикла, и им не должен угрожать среднесрочный риск снижения их ценности из-за неблагоприятных рыночных или конкурентных тенденций. В противном случае следует рассматривать выход такого предприятия из портфеля в краткосрочной перспективе.

Однако нужно подчеркнуть, что эти ролевые характеристики являются лишь указаниями, но не должны приводить к механическому распределению

ролей. Окончательное распределение СБЕ по ролям в портфеле – стратегическое управленческое решение, которое основано на информации и подтверждено анализом. Вернемся к примеру бизнес-предприятия по техническому обслуживанию самолетов: все сводится к стратегическому решению корпоративного руководства, хотят ли они, чтобы СБЕ сосредоточилось только на внутренних клиентах (и классифицировалось как вспомогательное бизнес-предприятие) или чтобы оно использовало внешние возможности роста (и классифицировать его как бизнес-предприятие роста). Это решение будет зависеть от конкретных для данной СБЕ факторов рынка, конкуренции, потенциала создания ценности и риска. Но оно также будет зависеть от общего баланса ролей в портфеле. Например, если компании не хватает возможностей для роста, пограничные кандидаты могут быть классифицированы как предприятия роста. И напротив, если у компании слишком много потенциально растущих бизнес-предприятий, некоторые СБЕ могут быть намеренно ограничены ролью базового предприятия или даже предприятия, приносящего плоды, для финансирования роста наиболее перспективных СБЕ.

Описание ролей указывает на то, что назначение роли в портфеле напрямую влияет на стратегические приоритеты и руководящие принципы соответствующей СБЕ. Роли также различаются по выбору ключевых показателей эффективности и финансовых целей. Роль оказывает прямое влияние на корпоративные ресурсы, выделяемые соответствующей СБЕ, такие как инвестиционные бюджеты, средства для приобретений, управленческие кадры или даже внимание исполнительного совета.

Назначение глав СБЕ и высшего руководства также должно быть обосновано ролью предприятия в портфеле. Для успешного управления предприятиями развития, роста, базовыми предприятиями или предприятиями, приносящими плоды, требуются абсолютно разные наборы навыков и опыта. Например, предприятиям развития нужны руководители с предпринимательским складом ума, комфортно чувствующие себя в ситуациях неопределенности и подвижные с сильным желанием творить и строить. Предприятиям, приносящим плоды, напротив, нужны руководители, которые сильно мотивированы на достижение целей, постепенное улучшение бизнеса и достижение пусть даже минимальной экономии на затратах и за счет повышения производительности.

Это также означает, что, если СБЕ переходит от одной роли к другой, следует серьезно рассматривать вопрос о смене ее руководства. В частности, если СБЕ, которая раньше была предприятием развития, теперь классифицируется на роль базового или предприятия, приносящего плоды, глава СБЕ, успешно

развивавший бизнес ранее, теперь может быть не лучшей кандидатурой на роль ее руководителя с точки зрения управления прибыльностью или денежными средствами. Исходя из нашего опыта заметим: многие корпоративные портфели содержат предприятия, которые должны генерировать положительные свободные денежные потоки (в зависимости от зрелости рынка и конкурентной позиции), но на самом деле потребляют денежные средства, потому что их действующее руководство все еще пытается гнаться за ростом, так как в прошлом это была их модель успеха.

Большинство руководителей хотят проявить свою активность в бизнес-предприятиях роста или развития. Откровенно говоря, кто хочет нести ответственность только за плоды СБЕ, у которой в долгосрочной перспективе может не быть будущего в составе корпоративного портфеля? Поэтому важно быть очень откровенными и убедить руководителей в том, какая роль ожидается от их СБЕ. Это может помочь вовлечь их в обсуждение роли на раннем этапе и, возможно, даже позволит им представить альтернативные стратегические планы для различных ролей их СБЕ. Но как только решение принято, важно быть строгими в формулировке ожиданий и призывать к безоговорочной приверженности конкретной назначенной роли.

В этом контексте название ролей в портфеле также может иметь некоторое значение. Назовем ту или иную СБЕ «дойной коровой» или предприятием, приносящим плоды, и это может прозвучать слишком негативно. По этой причине некоторые компании предпочитают говорить о таких СБЕ как о финансирующих бизнес-предприятиях, предприятиях, финансирующих рост, или «денежных чемпионах». Аналогично скучный термин «базовое предприятие» можно заменить названием «предприятие-якорь», чтобы подчеркнуть его важную роль в стабилизации портфеля. Однако такое приукрашивание не должно ставить под угрозу ясность понимания роли предприятия и того, что из нее следует. Руководители СБЕ ценят четкие указания относительно того, что от них ожидается, а также согласованность стратегических приоритетов, финансовых целей и распределения ресурсов. А это именно то, что может обеспечить правильное определение и распределение ролей.

Среди специалистов-практиков ведутся споры о том, в какой степени стандартизированные роли портфеля могут учитывать специфические характеристики и потребности отдельных СБЕ. С этим можно согласиться. Важно применять концепцию ролей портфеля осмысленно и обоснованно. Если в корпоративном портфеле всего несколько (от трех до шести) СБЕ, загонять их в стандартную схему ролей может быть бессмысленно. Стратегические

приоритеты, финансовые цели и рекомендации по распределению ресурсов также могут определяться на индивидуальной основе, без ссылки на общие роли. Однако даже в этих случаях в целях коммуникации может быть полезно связывать приоритеты СБЕ с описательными ролями, что упростит понимание их стратегической направленности.

В случае больших портфелей (> 10 СБЕ) определять стратегические приоритеты бизнес-предприятий на индивидуальной основе все более сложно, и стандартные роли портфеля становятся важным корпоративным инструментом для подчеркивания ожиданий и отслеживания эффективности. Всегда существует компромисс между простотой и ясностью стратегических указаний, с одной стороны, и учетом конкретных характеристик и обстоятельств отдельных СБЕ – с другой. Этим компромиссом можно управлять, тщательно определяя уровень детализации стратегических и финансовых указаний, обусловленных ролями портфеля. Если портфель очень разнообразен, роли могут давать лишь приблизительное руководство к действию, а детали стратегических и финансовых целей определяются на уровне отдельных СБЕ. Роли портфеля все же могут обеспечивать общий язык, облегчающий общение по вопросам корпоративной стратегии.

Преобразование корпоративного портфеля

Ранее мы определили, как анализ портфеля и роста можно использовать для разработки стратегии корпоративного портфеля и, в частности, конфигурации целевого портфеля. Во многих случаях достижение этого целевого портфеля потребует продажи отдельных существующих предприятий и роста компании с расширением в новые предприятия. Мы уже представили поглощения и альянсы как два основных пути роста, а также их конкретные преимущества и недостатки. Исследуем процесс проведения таких корпоративных сделок.

Слияния и поглощения

Поглощение – это когда одна компания покупает другую компанию или одно из ее бизнес-предприятий. Приобретающая компания делает предложение относительно обыкновенных акций целевого объекта (операция с акциями) или относительно его активов (операция с активами). Поглощения могут быть дружественными, когда они поддерживаются Советом директоров целевой компании, или нежелательными, когда Совет директоров целевой компании выступает против них (враждебное поглощение). Слияние – это когда две компании объединяются, образуя одну новую компанию. Оно требует согласия акционеров обеих компаний, которые обменивают свои существующие акции на акции новой объединенной компании. Слияние может быть предпочти-

тельное поглощения, если обе компании схожи по размерам, по политическим причинам или же по причинам налогообложения. Примерами крупных слияний стали объединения компаний «Даймлер-Бенц» (Daimler-Benz) и «Крайслер» (Chrysler), «Эксон» (Exxon) и «Мобил» (Mobil), «Алкатель» (Alcatel) и «Люцент» (Lucent) или «Миттал Стил» (Mittal Steel) и «Арселор» (Arcelor). На практике термин «слияние» часто используется для описания как прямых поглощений, так и настоящих слияний.

Слияния и поглощения относятся к числу величайших загадок стратегического управления: существует множество эмпирических данных, свидетельствующих о том, что в среднем поглощения разрушают ценность приобретающей компании и что основными бенефициарами становятся акционеры приобретаемой компании, а также инвестиционные банкиры, юристы, аудиторы и консультанты, сопровождающие сделку. Если это так, то почему многими компаниями поглощения по-прежнему используются как предпочтительный инструмент корпоративного роста? Частично объяснение может заключаться в том, что это самый быстрый способ достижения амбициозных целей роста, а также, возможно, и в том, что высшее руководство ослеплено высокомерием и увлечено желанием построить империю, привлечь внимание средств массовой информации и создать имидж власти и влияния. Но мы также хотим показать, что есть способы увеличить шансы на успех, а усредненные цифры скрывают тот факт, что, если все сделано правильно, слияния и поглощения могут быть очень эффективным и создающим ценность инструментом реализации корпоративной стратегии.

Деятельность по слияниям и поглощениям очень циклична; она проходит волнами, в большой степени коррелирующими с циклами подъема и спада на фондовом рынке. Например, последняя волна слияний, начавшаяся в 2014 году, была вызвана, среди прочего, низкими процентными ставками, низкими темпами органического роста во многих отраслях и тем, что карманы частных инвесторов были полны резервных денежных средств и ликвидных активов. В дополнение к общим экономическим циклам различные отрасли промышленности переживают свои собственные волны консолидации. Всплеск слияний и поглощений в секторе может быть вызван внешними потрясениями, такими как крупные кризисы, изменения в законодательном регулировании или режимах налогообложения, а также инновационные прорывы. Примерами могут служить волна слияний в мировой нефтяной промышленности, начавшаяся в конце 1990-х годов (вызванная падением цен на нефть), волна слияний среди телекоммуникационных компаний в начале 2000-х годов (вызванная

дерегулированием) или продолжающаяся по сей день консолидация на глобальном фармацевтическом рынке (еще недавно поддерживаемая изменениями в режиме налогообложения США).

Процесс поглощения

Существует множество вариантов процесса поглощения, и они зависят от того, является ли целевой объект независимой компанией или бизнес-подразделением другой компании, является ли он частной компанией или зарегистрирован на бирже, является ли предложение запросом другой стороны или оно враждебно, и проводится ли сделка как частная или как процесс открытых торгов. Невозможно объяснить все тонкости этих вариантов в данном пособии, и хотим снабдить вас ссылками на другие, более специализированные издания. Однако мы представим обзор ключевых этапов процесса поглощения с точки зрения покупателя. Процесс начинается с поиска целевого объекта до того момента, пока подходящая для поглощения цель не будет определена. Ключевыми этапами последующего процесса поглощения будут комплексная проверка объекта, его оценка, переговоры с продавцом, одобрение сделки и интеграция (рис. 2.17).

Цель *комплексной проверки* – более глубокое понимание целевого объекта, чтобы оценить привлекательность приобретения и определить разумную цену предложения.

Стратегическая комплексная проверка включает в себя анализ целевой компании, ее бизнес-модели, рынков и конкурентной позиции, тщательное рассмотрение ее бизнес-плана, проверку и количественную оценку потенциальных источников синергии и создания добавочной ценности, выявление потенциальных скрытых рисков и анализ осуществимости сделки. Помимо стратегической комплексной проверки, существуют дополнительные модули, предполагающие тщательное изучение финансовой, юридической, налоговой,

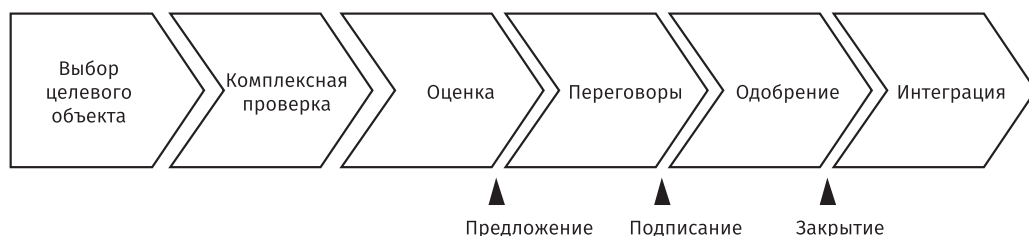


Рис. 2.17. Ключевые этапы процесса поглощения

технологической и экологической ситуации целевой компании. Сложность процесса, сжатые сроки и широкий охват комплексной проверки требуют строгого управления проектом, осуществляемого расширенной командой по оформлению сделки. В эту команду обычно входят эксперты как внутренние, так и внешние, включая инвестиционных банкиров, юристов, аудиторов и консультантов по вопросам стратегии.

Комплексная проверка служит основой для последующей финансовой *оценки* целевого объекта. Сложность финансовой оценки заключается не в методологии или технической модели, а в допущениях относительно прогнозирования денежных потоков, которые должны исходить из стратегической оценки и согласовываться с ней. Такая оценка обычно делится на три компонента, каждый из которых моделируется отдельно: собственная ценность целевого объекта, потенциал улучшений и синергия от интегрирования его в поглощающую компанию. Целесообразно не только количественно определить внутреннюю ценность целевого объекта на основе расчета дисконтированного денежного потока (DCF), но и сделать его относительную оценку на основе фактической рыночной стоимости сопоставимых компаний или недавних сделок, зарегистрированных на бирже (оценка на основе многофакторного анализа). Технические детали этих методов оценки можно найти в учебниках по корпоративному финансированию.

Оценка дает входные данные для *переговоров* о цене, устанавливая верхнюю границу того, что покупатель должен быть готов заплатить, и определяя основные факторы ценности и риска, которые можно использовать для торга. Когда приобретающая компания платит цену, которая включает в себя полную стоимость целевого объекта, учитывая улучшения и синергию, все выгоды от слияния достаются акционерам целевого объекта, а все риски интеграции и реализации синергии остаются у приобретающей компании. Детали хода переговоров зависят от типа приобретения и различны для частной сделки или аукциона, а также для запроса на поглощение или враждебного предложения. Предметом переговоров является не только цена, которую приобретающая компания должна заплатить, но и условия сделки, такие как гарантии и заверения об обстоятельствах, которые готов предоставить продавец, а также механизмы корректировки после совершения сделки. Если приобретаемое предприятие является лишь частью существующей компании, обсуждение также будет касаться следующих вопросов: какие активы будут включены в сделку, какие контракты будут переданы, и по какой структуре могут строиться будущие отношения с продающей материнской компанией.

Когда переговоры приходят к согласию, оформляется сделка. Обычно в эту же дату о сделке делается публичное оповещение. Но прежде, чем она будет принята к исполнению, может потребоваться *одобрение* со стороны акционеров обеих компаний, а в случае более крупных слияний – антимонопольных органов (а также, возможно, отраслевых регулирующих органов) всех юрисдикций, в которых объединенная компания будет занимать важное место. Например, слияние компаний «Байер» (Bayer) и «Монсанто» (Monsanto) потребовало одобрения регулирующих органов более чем в 30 странах. Этот процесс может занять несколько месяцев. Он включает в себя тщательное исследование рыночных долей объединенной компании в каждом из ее рыночных сегментов и потенциальных существенных препятствий для эффективной конкуренции. В некоторых случаях антимонопольные органы могут потребовать принятия мер правовой защиты, чтобы избежать доминирующего положения компании на рынке, включая продажу частей ее объединенного предприятия. Параллельно с процессом одобрения следует начать подготовку к интеграции, чтобы избежать ненужных проволочек и обеспечить плавный процесс интеграции и реализацию синергетического эффекта уже на ранних этапах. Так называемые «чистые» рабочие группы независимых консультантов могут помочь в этой подготовке, собирая и анализируя конфиденциальные данные от обеих сторон до заключения сделки и делясь только выверенными результатами, получившими юридическое разрешение. После получения одобрения сделка официально заключена, и можно начинать интеграцию.

Процесс интеграции после слияния (ИПС) – это, в сущности, задача из области организационного проектирования, в котором две независимые организации объединяются в одну новую общую организацию оптимально подходящим для объединенного предприятия образом, позволяющим использовать преимущества синергетического эффекта, что изначально служило мотивом данного поглощения. Примерное представление о целевой организации уже должно сложиться в ходе оценки и переговоров, поскольку на его основе строятся многие предположения и согласуемые условия. Филипп Хаспешлаг и Дэвид Джемисон (Haspeslagh P. & Jemison D., 1991) проанализировали большое количество ИПС и определили четыре основных архетипа: полное поглощение, сохранение, симбиоз и удержание. ИПС по типу полного поглощения представляет собой асимметричную интеграцию, при которой вся власть принадлежит покупающей стороне. Она наиболее подходит, когда оба бизнес-предприятия очень взаимозависимы, а активы целевого предприятия от полного поглощения не страдают. ИПС по типу сохранения следует

проводить, когда уровень взаимозависимости низок, а сохранение автономии целевого предприятия имеет решающее значение (к примеру, для сохранения возможностей). В этом случае целевое предприятие лишь в слабой степени интегрировано и в основном остается нетронутым. ИПС по типу симбиоза представляет собой симметричную и высоко синергетическую модель интеграции, которая применима, когда оба предприятия весьма взаимозависимы, но важно в определенной степени защитить автономию целевого предприятия. Модель ИПС по типу удержания сама по себе не предполагает интеграции; она не очень распространена и составляет менее 10% всех сделок.

Создание ценности за счет слияний и поглощений

Учитывая все эти сложности процесса слияний и поглощений, не удивительно, что многие приобретения терпят неудачу. Сотни исследований проанализировали сотни тысяч слияний и поглощений, и все они неизменно показывают, что более половины сделок разрушают ценность акционеров приобретающего предприятия. Согласно недавнему отчету (Kengelbach J. et al., 2018), средняя объявленная доходность для приобретающего предприятия в сделках, заключенных между публичными компаниями в период 1990–2017 годов (измеряемая как кумулятивная сверхнормативная доходность за 7-дневный период, включая дату объявления), составила ничтожные 0,8% (хотя в последние годы мы наблюдаем более положительные результаты). Целевая компания, напротив, может зафиксировать средний положительный доход от объявленной сделки в размере 15,8%. Таким образом, создание ценности в слияниях и поглощениях зависит от того, с чьей точки зрения посмотреть: в среднем слияния создают совокупную ценность, при этом ценность усиленно создается для акционеров целевого предприятия, но для акционеров приобретающего предприятия ценность в среднем снижается.

Этот вывод не так уж удивителен, если принять во внимание высокие надбавки, связанные с приобретением, которые приобретающие предприятия должны платить, чтобы получить контроль над целевыми. Обычно они варьируются в диапазоне 20–40% цены акций целевого предприятия. Даже если в результате слияния существует значительный синергетический эффект или возможности для создания ценности, эти надбавки гарантируют, что акционеры целевой компании получают большую часть (если не все) от данных преимуществ. А что, возможно, еще хуже – метаанализ большого количества исследований эффективности деятельности после поглощения также показывает, что поглощения либо не оказали сколько-нибудь значимого влияния, либо даже оказывают умеренно негативное влияние на основополагающие

финансовые результаты приобретающей компании (измеряемые как доходность активов, прибыль на акционерный капитал или рентабельность продаж) в период после объявления о поглощении (King D.R. et al., 2004).

Что может сделать компания, выбравшая стратегию роста за счет слияний и поглощений, чтобы увеличить свои шансы на успех? Одна из гипотез может заключаться в том, что поглощение связанных предприятий более успешно, чем поглощение несвязанных, потому что руководители приобретающей компании тогда могут эффективно применять к приобретаемому предприятию свой опыт и модель успеха. Если отрасль уже знакома, может снизиться потребность в привлечении руководителей компании к изучению бизнес-предприятия, а связанность может стать эффективной основой для синергии, создающей ценность. Однако эмпирические исследования дают неоднозначные результаты и не могут подтвердить эту гипотезу (King D.R. et al., 2004). Точно так же нет эмпирического подтверждения предположения относительно того, что поглощения на внутреннем рынке работают лучше, чем поглощения за рубежом. Меньшая степень знакомства с иностранными целевыми объектами может быть компенсирована за счет более тщательной комплексной проверки и поведения на торгах (Danbolt J. & Maciver G., 2012).

Некоторое преимущество, по-видимому, кроется в том, чтобы избегать выбора публичных компаний в качестве целей для поглощения. Одно исследование показало, что доходы после объявления сделки для публичных целевых объектов на 2–3% ниже, чем для частных или дочерних компаний, показатели успеха также значительно различаются: всего 43% для публичных и 57 и 58% для частных и дочерних целевых объектов соответственно (Kengelbach J. & Roos A., 2011). В частности, поглощения дочерних компаний, относительно крупных для покупателя, но относительно небольших для продавца, потенциально могут принести положительную прибыль поглощающей стороне. Есть большая вероятность, что продающая сторона пренебрегала этими предприятиями и недостаточно эффективно управляла ими, а с новым владельцем им будет уделяться гораздо больше внимания со стороны руководства, что станет хорошей отправной точкой для создания ценности в будущем (Gell J. et al., 2008).

Оплата наличными (в отличие от владения акциями), как постоянно сообщается, также связана с более высокой доходностью объявленных сделок и более высокой эффективностью деятельности приобретающей компании после приобретения, по крайней мере, для официально зарегистрированных целевых объектов. Если целевым объектом является частная компания, опла-

та акциями, по-видимому, не будет невыгодным вариантом (Fuller K. et al., 2002). Возможное объяснение заключается в том, что предложения расчета полностью наличными создают сильный сигнал уверенности руководства в ценности целевой компании, потому что такие предложения не предполагают передачу риска акционерам целевого объекта, в то время как оплата акциями подразумевает разделение с акционерами целевого объекта любого риска, связанного со сделкой.

Сроки поглощения оказывают существенное влияние на вероятность успеха. Так, к примеру, Кенгельбах и др. (Kengelbach J. et al., 2018) исследовали все глобальные сделки слияний и поглощений на сумму более 250 миллионов долларов США, заключенные в период с 1985 по 2014 год, и на основе макроэкономической ситуации на дату объявления этих сделок разделили их на группы со слабым и сильным экономическим эффектом. В среднем сделки с сильным экономическим эффектом снижали ценность для поглощающей компании, в то время как сделки со слабым экономическим эффектом повышали для них ценность. За двухлетний период после сделки общий доход акционеров от слияний со слабым экономическим эффектом был почти на 9 процентных пунктов выше, чем от слияний с сильным экономическим эффектом. Есть несколько возможных объяснений этого наблюдения: покупатели в лучшие для экономики времена могут столкнуться с более высокой оценкой компании и более сильной конкуренцией, что может увеличить риск переплаты. Времена быстрого экономического подъема могут также привлечь компании, не имеющие большого опыта и дисциплины в сфере слияний и поглощений, которые дорого за это заплатят. И напротив, более сложные экономические условия могут привлечь только компании с сильными возможностями относительно слияний и поглощений, которые применяют тщательный анализ и контроль и получают выгоду от меньшей конкуренции и более низких цен. Особенно хорошим моментом во времени представляется начало восстановления мировой экономики и начало волны слияний и поглощений или консолидации отрасли, когда наиболее привлекательные целевые объекты еще доступны, а цены еще не дошли до накала.

В целом, однако, простой формулы создания ценности за счет слияний и поглощений не существует. Недавние исследования показывают, что отдельные факторы, которые могут повлиять на восприятие того или иного поглощения на рынке капитала, не должны интерпретироваться изолированно, а реакция рынка зависит от сложных конфигураций взаимозависимых факторов, требующих дальнейшего изучения (Campbell J.T. et al., 2016).

Типичные подводные камни при слияниях и поглощениях

Низкая средняя эффективность слияний и поглощений, как показывает эмпирический анализ, может быть связана с рядом типичных ловушек, в которые компании могут попасть. Ловушки таятся на каждом этапе процесса слияний и поглощений, как то стратегия приобретения, выбор целевого объекта, оценка, переговоры и интеграция.

Первая типичная ошибка – отсутствие четкой *стратегии поглощения*. Мотивация слияний и поглощений должна основываться на тщательном анализе существующего корпоративного портфеля и потенциальных возможностей роста. Многие поглощения терпят неудачу, потому что они носят конъюнктурный характер, в то время как стратегические намерения и потенциал создания ценности не продуманы. Поглощение всегда должно быть решением четко определенной стратегической проблемы. Основное стратегическое намерение может заключаться в приобретении ресурсов и возможностей, которые невозможно (или возможно, но недостаточно быстро) создать внутри компании; получении доступа к новому рынку продуктов, новым сегментам клиентов или новым географическим рынкам или в создании рыночной власти и синергии с существующими предприятиями в портфеле.

Тем не менее, даже если стратегическое намерение ясно, возникает вторая проблема: выбор правильной *цели приобретения*. Многие компании выбирают цель приобретения просто потому, что она доступна, а не потому, что она лучше всего соответствует их критериям поиска. Типичные ошибки при оценке потенциального целевого объекта включают поверхностный анализ, слабую стратегическую комплексную проверку, отсутствие строгости в определении и оценке синергетического эффекта и отсутствие четкого плана того, как этого синергетического эффекта достичь. У руководства компании может возникнуть соблазн ухватиться за возможность поглотить надоедливую конкурента или сильного игрока в желаемой области роста, когда таковая возможность предоставляется. Чтобы критически проанализировать, действительно ли предлагаемая цель представляет собой лучшее решение для достижения стратегических целей компании, требуются хладнокровие и трезвый анализ.

Если наилучшая потенциальная цель поглощения определена, следующая ловушка кроется в *переплате* за нее. Переплата может быть обусловлена слабой финансовой комплексной проверкой, в результате которой были проигнорированы важные риски, чрезмерно оптимистичной финансовой оценкой, оторванной от стратегической и операционной точки зрения или переоцененных возможностей синергии. Некоторые поглощающие компании

поддаются собственной пропаганде и сами начинают верить в завышенные оценки преимуществ и синергии потенциального слияния, необходимые для убеждения финансирующих банков и фондового рынка. Интересно, что в большинстве случаев переплата не связана с высокими выплатами за приобретение. На самом деле, нет существенной эмпирической корреляции между выплатами за приобретение и эффективностью работы компании после сделки. Более высокий риск, по-видимому, связан с общим высоким уровнем оценки, характерным для «горячих» экономик или поздних стадий волны консолидации отрасли.

Но переплата также может быть результатом *плохих переговоров*. Проблема заключается в информационной асимметрии, поскольку продавец знает о целевом предприятии гораздо больше, чем покупатель, который, таким образом, может быть заведомо нацелен на неправильные оценки. Этот недостаток часто усугубляется слабой подготовкой и проведением переговоров. Опытные переговорщики входят в зал переговоров хорошо подготовленными, они точно знают, что подлежит и не подлежит обсуждению, они знакомы с человеческим контекстом и личными профилями участников сделки и часто пересматривают свою стратегию переговоров на основе информации и идей, получаемых в ходе переговоров. Слабые переговорщики, как правило, становятся жертвами лихорадки, боятся подорвать достигнутое продвижение в переговорах и платят столько, сколько запрошено для заключения сделки, а не столько, сколько целевое предприятие на самом деле стоит. На торгах существует дополнительный риск, так называемое «проклятие победителя»: те участники торгов, которые завышают ценность целевого объекта, скорее всего, выигрывают торги, потому что они склонны переплатить и перебить предложения своих соперников, которые, в свою очередь, оценивают целевой объект более точно.

Если всех этих подводных скал удалось избежать, остается последняя ловушка, из-за которой многие поглощения терпят неудачу, – *слабая интеграция*. Многие компании недооценивают сложность слияния двух организаций, имеющих свою историю, культуру и способ ведения бизнеса. Передовые практики начинаются с четкого распределения ответственности за ИПС. Ответственность за интеграцию следует возложить на опытного лидера, которого хорошо принимают обе стороны. Для того, чтобы этот процесс шел плавно, требуется подробный план ИПС, в котором будут определены руководящие принципы интеграции, ответственность за отдельные рабочие потоки и амбициозные, но реалистичные вехи. Чтобы воспользоваться преимуществами поглощения, необходимо создать систему измерения и отслеживания в целях снижения

затрат и реализации синергии. Особенно важно определить правильный темп интеграции, поскольку слишком медленная реализация приведет к задержкам в реализации синергии, а слишком высокие темпы могут создать перегрузку для организации. Недостаток чувствительности к культурным и организационным особенностям – основная причина многих неудачных поглощений и может даже привести к расторжению слияния, как в случае с компаниями «Даймлер-Бенц» (Daimler-Benz) и «Крайслер» (Chrysler).

Альянсы

Если поглощение другого бизнес-предприятия неосуществимо или непривлекательно, хорошей альтернативой может стать создание альянса. Фактически поглощения и альянсы – всего лишь два варианта из широкого спектра форм сотрудничества и взаимодействия между компаниями (рис. 2.18). К этим формам относятся торговля на спотовом рынке, контракты на основе транзакций, долгосрочные контракты (такие как контракты со стратегическими поставщиками, лицензии или франчайзинг), альянсы без участия капитала, альянсы с участием капитала (включая перекрестные доли участия), совместные предприятия и полные слияния или поглощения.

Альянсы могут быть самых разных видов: они могут быть организованы между двумя или более партнерами (в качестве примера альянса с несколькими



Рис. 2.18. Формы сотрудничества между компаниями

партнерами в западной литературе часто вспоминают три крупных альянса авиакомпаний «Уануорлд» (Oneworld), «Скайтим» (Skyteam) и «Стар Элайенс» (Star Alliance)). Они могут иметь широкий охват или узкую направленность на одну функцию или вид деятельности, такой как закупки, производство, исследования и разработки или логистика. Они могут быть локальными (ограниченными одной конкретной страной) или глобальными. Существуют горизонтальные альянсы (между конкурентами), вертикальные альянсы (между поставщиками и покупателями) и несвязанные альянсы (между партнерами из разных отраслей). И, наконец, альянсы могут строиться на проектной основе, с ограниченным временным горизонтом или без ограничений.

Мы можем различать альянсы без участия капитала, в которых партнеры соглашаются работать вместе, но не занимают долевых позиций в другой компании; альянсы с участием капитала, когда сотрудничающие компании дополняют заключаемые контракты пакетами акций партнеров по альянсу; или совместные предприятия, когда партнеры создают юридически независимую компанию, в которую они инвестируют, и она управляет их сотрудничеством. Повышение уровня владения акционерным капиталом облегчает контроль над управлением и транзакционными издержками, возникающими из-за противоречивых систем стимулирования и трудностей координации.

В определенной степени акционерный капитал может служить эквивалентом доверия между двумя партнерами по альянсу или способствовать укреплению доверия, поскольку он сигнализирует о приверженности общему делу. Если цель и стратегия альянса требуют построения отдельных специализированных ресурсов, уместным будет создание совместного предприятия. И напротив, если альянс может достичь своих целей на основе существующих ресурсов партнеров, может быть достаточно соглашения без участия капитала.

За последние десятилетия альянсы приобрели важное значение как инструменты реализации корпоративной стратегии. Существуют разные мотивы для создания альянса, которые также могут сочетаться между собой:

- *ресурсы*: альянс может предоставить доступ к опыту, технологиям или другим активам, которые нужны компании, но создать их самостоятельно ей нелегко. Для более мелких партнеров с ограниченными финансовыми ресурсами альянс может стать хорошим способом получения финансирования, необходимого им для следующего шага в своем развитии. Примером этого мотива могут быть исследовательские альянсы между крупными фармацевтическими компаниями и небольшими биотехнологическими;

- *скорость*: многие альянсы формируются потому, что, объединив усилия и комбинируя дополнительные возможности, партнеры хотят добиться более быстрого развития или выхода на рынок, чем действуя в одиночку. Этот мотив особенно часто наблюдается в вертикальных альянсах, где поставщики и потребители объединяются для разработки новых продуктов или услуг и быстрого вывода их на рынок;

- *затраты*: горизонтальные альянсы между конкурентами, напротив, часто мотивированы соображениями сокращения затрат и повышением эффективности. Благодаря совместному использованию ресурсов партнеры достигают более эффективного применения своих возможностей и извлекают выгоду из преимуществ эффекта масштаба и кривой обучения;

- *доступ*: трансграничные альянсы часто мотивированы целью преодоления входных барьеров на зарубежный рынок. Местная компания-партнер может предоставить местные знания, политические связи и доступ к каналам сбыта. В некоторых странах и отраслях защита национального рынка вынуждает компании создавать совместные предприятия с местными организациями (вставка 2.8);

Вставка 2.8. Партнерские отношения между международными и китайскими производителями автомобилей

Совместные предприятия имеют долгую историю в китайской автомобильной промышленности и особую стратегическую важность для страны. Первоначальная цель правительства заключалась в том, чтобы предоставить международным автомобильным компаниям доступ к своим рынкам в обмен на технологии, которые укрепили бы местных производителей и повысили бы их конкурентоспособность на мировом рынке. В результате была создана широкая сеть партнерских отношений между международными компаниями и местными оригинальными производителями оборудования. Например, «Даймлер» (Daimler) создали три совместных предприятия (СП) по производству машин и легких коммерческих автомобилей с «БАИК» (BAIC), «Фуцзянь» (Fujian) и «Би Уай Ди Моторз» (BYD Motors). В противовес этому «Шанган Отомобайл» (Changan Automobile) создала СП с компаниями «Форд» (Ford), «Пежо» (Peugeot)/«Ситроен» (Citroen) и «Мазда» (Mazda).

Однако несмотря на то, что автомобильный рынок Китая быстро развивается, лишь немногие местные производители автомобилей набирают обороты в этом развитии. Передача знаний и развитие брендов в СП происходит медленнее, чем ожидалось. Например, после того, как «Фольксваген» (Volkswagen) и «ФАУ Групп» (FAW Group) создали совместное предприятие, потребовался 21 год, чтобы создать местный центр научных исследований и разработок, и по сей день это СП так и не выпустило свой фирменный автомобиль. «Шанхай Дженерал Моторз» (Shanghai General Motors) создали местный центр исследований и разработок в том же году, когда «САИК Мотор» (SAIC Motor) и «Дженерал Моторз» (General Motors) создали свое СП, но лишь 14 лет спустя СП начало производить свой фирменный автомобиль

«Баоцзюнь» (Baojun). Из-за такого медленного прогресса местные лидеры рынка еще не появились, хотя «САИК-Джи-Эм-Вулинг» (SAIC-GM-Wuling), «Шанган Отомобайл» (Changan Automobile) и «Грэйт Уол Мотор» (Great Wall Motor) ближе всех подошли к этому по объему продаж и доле рынка.

Поскольку местная китайская автомобильная промышленность не оправдала ожиданий правительства, деятельность СП находится в переходном состоянии. Ожидается, что замедление роста ВВП Китая и продолжающееся внедрение законодательных актов по улучшению состояния окружающей среды еще больше повысят вероятность грядущих изменений. Многие предсказывают, что китайское правительство будет оказывать давление на совместные предприятия, вынуждая их становиться более независимыми и подотчетными, а также расширять свою деятельность в глобальном масштабе. Другие аналитики предсказывают, что регулирование деятельности СП изживет себя, поскольку сами СП становятся все менее важны. В любом случае изменения, вероятно, не за горами, и международные производители автомобилей должны пересмотреть свои стратегии создания совместных предприятий.

Источник: Lang N., Gerrits M., Khanna D., Roos A., Uekermann F. How to successfully manage joint ventures in China. BCG Report, 2016.

• *риск*: некоторые альянсы создаются просто для того, чтобы разделить риски при широкомасштабной разработке продукта или выходе на рынок, который может оказаться слишком большим для отдельно взятой компании. Например, немецкая компания «Толл Коллект ГмбХ» (Toll Collect GmbH) была основана как совместное предприятие «Дойче Телеком» (Deutsche Telekom), «Даймлер» (Daimler) и французской «Винчи Групп» (Vinci Group) для разработки и практического применения системы взимания пошлины с грузовиков на немецких автомагистралях.

Когда компании следует предпочесть альянс полному поглощению? Бывают ситуации, когда поглощение невозможно, например, из-за того, что оно запрещено нормами национального законодательства, антимонопольного законодательства или вызывает сопротивление со стороны целевого объекта. В этих случаях альянс может быть второй лучшей альтернативой. В других ситуациях он может быть даже предпочтительным вариантом, в частности, если стратегические цели могут быть достигнуты без полного контроля компании-партнера, если стратегически важные ресурсы представляют собой «мягкие» навыки (такие как опыт и возможности, а не активы), и если синергетический эффект будет результатом экономии за счет масштаба (сопутствующие виды деятельности), а не за счет охвата (замещение продуктов). Более того, альянс может стать первым шагом к полному слиянию. В случае высокой неопределенности относительно рынка, технологии или самого целевого объекта может быть разумно и целесообразно сначала сделать предварительную оценку

ситуации в альянсе, который можно расширить до полного поглощения, если он работает эффективно, но также можно и расторгнуть с довольно низким уровнем затрат при выходе, если ожидания не оправдываются.

Процесс создания альянса

Процесс создания альянса аналогичен процессу слияний и поглощений и включает в себя выбор партнера, комплексную проверку, переговоры и реализацию. Кроме того, управление альянсом требует его постоянной оценки и, возможно, прекращения.

Прежде чем начать поиск потенциального партнера для создания альянса, необходимо определить стратегическое обоснование этого партнерства и найти подтверждение тому, что альянс является лучшим способом достижения стратегических целей по сравнению с полным поглощением или автономной деятельностью. Процесс *выбора партнера* должен следовать такому же дисциплинированному подходу, что и поиск целевого объекта для поглощения. Выбранный кандидат должен быть лучшим партнером для достижения поставленных целей, учитывая все потенциальные финансовые выгоды, транзакционные издержки и риски.

Когда вы выйдете на контакт с целевым партнером, а он проявит заинтересованность в потенциальном партнерстве, можно начинать *комплексную проверку*. В отличие от поглощения, этот процесс будет двусторонним: оба партнера взаимно обмениваются конфиденциальной информацией, чтобы подтвердить, что предполагаемое партнерство основано на действительных предположениях, а кроме того, они собирают всю необходимую информацию для последующих переговоров. Процесс комплексной проверки – это также первая возможность проверить и установить доверие между партнерами.

В ходе *переговоров* разрабатывается соглашение о создании альянса. Оба партнера должны договориться о целях альянса (чего мы хотим достичь) и оценке активов, которые оба партнера «приносят к столу» (кто и что вносит); они должны определить точный охват деятельности альянса (чем нужно будет заниматься), структурировать его (как мы организуемся для выполнения этой задачи) и определить операционную модель альянса (как наш альянс будет работать), вклад партнеров (кто что делает) и разделение ценности (кто что получает, как будет распределяться прибыль между партнерами), а также зоны соприкосновения (кто с кем разговаривает), правила принятия решений (кто будет распоряжаться), процедуры разрешения споров (за кем остается последнее слово) и продолжительность взаимодействия (когда, при каких обстоятельствах и как наш альянс может распасться).

Если партнеры придут к соглашению по всем этим критическим вопросам, альянс можно создавать. В случае совместного предприятия *реализация* предполагает создание новой компании с передачей ресурсов от обоих партнеров. Но даже для альянса без участия капитала должны быть созданы органы управления и определены процедуры, чтобы гарантировать, что данный альянс может выполнять свою задачу. Важной задачей текущего управления альянсом является проведение периодических *проверок* относительно того, соответствует ли он поставленным целям, и при необходимости корректировка структуры альянса. Альянс следует *расторгнуть*, если он достиг своей цели или не работает в соответствии с ожиданиями.

Проблемы и факторы успеха альянсов

Альянсы имеют много преимуществ, но управлять ими непросто. В действительности, по данным эмпирических исследований, 2/3 стратегических альянсов сталкиваются с серьезными проблемами, а частота неудач достигает 70% (Das T.K. & Teng B.S., 2000). Особенностью альянсов является то, что они требуют стратегии сотрудничества: поведения, основанного на принципах сотрудничества, для создания ценности и увеличения «общего пирога» и поведения, основанного на принципах соперничества, для удержания ценности при разделе этого пирога. В результате этого возникает ряд конкретных проблем и определяются ключевые факторы успеха создания альянсов и управления ими.

Как и в случае слияний и поглощений, отправной точкой успешного альянса должно быть четкое понимание *стратегических намерений*. Какую стратегическую проблему альянс предположительно должен решить? Но не только собственные цели компании должны быть ясны; важно также понять ожидания партнера по альянсу и убедиться, что они не противоречат нашим собственным намерениям. В конечном счете стоит быть откровенными в начале формирования альянса и заранее сформулировать все цели, ожидаемый вклад сторон и опасения. Любое преимущество, полученное в результате отсутствия прозрачности, будет недолгим и может нанести ущерб альянсу. Если у обоих партнеров непримиримые бизнес-философии, стратегические приоритеты или временные горизонты инвестирования, то лучше узнать об этом заранее и воздержаться от сотрудничества. Более того, следует ожидать, что цели и характер альянса со временем могут меняться.

Поскольку альянсу необходимо какое-то совместное управление, необходима четкая и понятная *модель управления*, включая определение линий взаимодействия с обеими компаниями, а также механизмов разрешения конфликтов. Во многих альянсах культурные различия представляют особую проблему, особенно в международном контексте, но также и когда в альянс

вовлечены партнеры с разным отраслевым опытом. Эти различия могут относиться к определению успеха, толерантности к риску, открытости и доверию, и стилю управления. Оба партнера должны знать об этих различиях еще до вступления в альянс и быть готовы активно ими управлять.

Еще одна специфичная проблема часто возникает из-за разногласий по поводу распределения *вкладов* и *доходов* от деятельности альянса, что может привести к трениям, а иногда и к открытому конфликту. Опасения по поводу того, что вас использует партнер, впитывающий технологии альянса, особенно распространены в международных совместных предприятиях. Например, в производстве железнодорожных составов государственные компании Китая использовали свои партнерские отношения с канадской компанией «Бомбардье» (Bombardier), французской «Альстом» (Alstom), немецкой «Сименс» (Siemens) и японской «Кавасаки Хэви Индастриз» (Kawasaki Heavy Industries) для развития местной промышленности, при этом «СиААСи» («Китайская корпорация железнодорожного подвижного состава», CRRC) – лидер, на сегодняшний день доминирующий на мировом рынке высокоскоростных поездов.

Подробные *контракты*, заключаемые альянсами, предлагают лишь частичное решение этих проблем. Оливер Шильке и Фабрис Люмино (Schilke O. & Lumineau F., 2018) исследовали влияние контрактов на эффективность деятельности альянсов. В договорах альянсов они выделили два типа положений: положения о контроле и положения о координации. Положения о контроле определяют права и обязанности вовлеченных сторон и направлены на недопущение негативных последствий присвоения прав на распределение прибыли и дивидендов, а также на управление разрешением потенциальных конфликтов. В них ставится цель ограничить возможность одной стороны эксплуатировать другую, не выполняя договоренности. В отличие от них, положения о координации определяют цели отношений и сосредоточены на поддержке координации деятельности. Их цель – способствовать сближению ожиданий сторон через организацию приоритетов альянса и руководство формальным общением и отчетностью. Шильке О. и Люмино Ф. (Schilke O. & Lumineau F., 2018) обнаружили, что положения о контроле имеют тенденцию усиливать конфликт между партнерами по альянсу, снижая эффективность альянса, в то время как положения о координации, как правило, уменьшают такой конфликт, оказывая положительное влияние на эффективность деятельности альянса.

Важный фактор успеха – *подбор руководителей* для альянса. Может возникнуть некий соблазн «прокатиться без билета» – оставить лучших людей в материнской компании, надеясь, что партнер по альянсу обеспечит адекватное

управление совместным предприятием. Однако у обоих игроков должен быть стимул – укомплектовать альянс хорошими руководителями, чтобы сделать его успешным и гарантировать, что их собственные интересы будут полноценно представлены. Опыт показывает, что лучше отказаться от создания альянса, если он не может быть адекватно поддержан высшим руководством. В этой связи также важно, чтобы руководители воспринимали свое делегирование в альянс как продвижение по службе, чтобы у них не возникало чувство, что их просто отгеснили в сторону.

Большинство альянсов создаются, предположительно, на ограниченный срок. Для них нужны четкие критерии *прекращения существования* и взаимоприемлемый механизм выхода. Компании должны регулярно отслеживать эффективность деятельности своих альянсов, сопоставляя ее с первоначально определенными целями, и быть готовы пересматривать и корректировать эти цели и ставить новые по мере необходимости. Альянс, который больше не соответствует своему предназначению, должен быть расторгнут. Несколько известных нам крупных компаний имеют сотни «зомби-альянсов», которые были созданы в прошлом и теперь более или менее забыты высшим руководством. Эффективное управление *портфелем* альянсов может стать источником создания ценности для корпорации. Недавно проведенный метаанализ 67 эмпирических исследований показал, что разнообразие портфеля альянсов компании оказывает положительное влияние на эффективность ее деятельности (Lee et al., 2017). Опытные компании активно управляют своим портфелем альянсов, отсеивают неудачные и поддерживают успешные альянсы, а также следят за тем, чтобы накопленный опыт учитывался и передавался, чтобы превратить управление альянсами в корпоративную возможность.

Отчуждения

Отчуждения – зеркальное отражение слияний и поглощений. Помимо преднамеренных изменений в корпоративной стратегии, у компаний может быть множество других мотивов для отчуждения того или иного бизнес-предприятия, таких как отказ от нежелательной деятельности, связанной с прошлыми поглощениями, финансирование крупных инвестиций или приобретений, предотвращение враждебных поглощений, получение плодов от прошлых успехов, исправление прошлых ошибок, соблюдение нормативных требований или снижение сложности восприятия компании для инвесторов и аналитиков. Научные исследования выявили ряд отраслевых факторов, которые связаны с высоким уровнем отчуждений, например, высокий уровень концентрации предприятий в отрасли, рост отрасли, технологические изменения,

неопределенность окружающей среды и изменения в регулировании. Однако более важны факторы, специфичные для компании. Низкая эффективность деятельности компании, высокий уровень долга, чрезмерная диверсификация и низкая производительность попавшего под отчуждение бизнес-предприятия были определены как наиболее распространенные предпосылки решений об отчуждении (Braner M., 2006).

Режимы отчуждения

У компаний есть три основных способа отчуждения бизнес-предприятия (полностью или частично): продажа, отделение (спин-офф) или выделение части акционерного капитала.

Каждый способ отчуждения имеет свои преимущества, и выбор подходящего способа зависит от сочетания факторов, характерных для материнской компании, продаваемого предприятия и состояния рынка на момент сделки (рис. 2.19).

	Продажа	Отделение (спин-офф)	Выделение части акционерного капитала
Передача права собственности	Другая компания	Существующие акционеры	Государственный сектор
Выручка материнской компании	Цена сделки	Нет	Выручка от первичного публичного предложения (IPO)
Налоговые преимущества для существующих акционеров	Нет	Возможны	Возможны
Сложность сделки	Низкая	Умеренная	Высокая
Скорость транзакции	6–9 месяцев	>12 месяцев	>12–18 месяцев
Возможность сохранить за собой некоторую степень контроля	Нет	Да	Да

Рис. 2.19. Различные альтернативные режимы отчуждения

Продажа – самый простой и быстрый способ отчуждения бизнес-предприятия. Продавцу предлагается самая высокая степень свободы относительно разработки процедуры отчуждения, включая установление сроков и уровня детализации при комплексной проверке. Продажи особенно привлекательны во времена высоких оценок на рынке капитала для монетизации ценности, которую другие видят в конкретном бизнес-предприятии, в частности, когда эта ценность выше, чем собственная оценка материнской компании. Продажи имеют большое преимущество в генерировании денежных средств, которые продавец может использовать для инвестирования в свои оставшиеся предприятия, для совершения поглощений, погашения долгов или выплат акционерам. Таким образом, продажи на практике являются наиболее распространенным путем отчуждения, особенно для небольших предприятий.

Отделения (спин-оффы) – второй по распространенности путь выхода, и в последние годы значимость отделений значительно возросла. Из-за регулирования рынка капитала они требуют большей подготовки и документации (такой, к примеру, как проспекты эмиссии ценных бумаг для регистрации на фондовой бирже), а сроки здесь более сжатые и менее гибкие. Отделения не генерируют денежные средства для продавца, но обычно имеют значительные налоговые преимущества по сравнению с другими видами отчуждения активов, а также обеспечивают высокую надежность завершения сделки, поскольку в меньшей степени зависят от рыночных условий. Однако существующим акционерам, возможно, придется одобрить отделение на общем собрании. Поскольку отделения приводят к появлению новых публичных компаний со своими собственными административными накладными расходами, они обычно используются для более крупных предприятий.

Выделение части акционерного капитала – наиболее сложный и реже всего используемый из трех способов отчуждения активов. Он требует больше всего времени и усилий для завершения сделки, также необходимо определенное окно возможностей на рынке капитала. Поскольку некоторая часть бизнес-предприятия продается новым инвесторам, выделение части акционерного капитала приносит материнской компании некоторый объем денежных средств, при этом позволяя ей участвовать в создании будущей ценности отчуждаемого предприятия и гибко реализовывать эту ценность с течением времени путем продажи дополнительных акций другим публичным компаниям.

Исследования того, как отчуждения влияют на основные показатели эффективности деятельности компаний в долгосрочной перспективе, дают неоднозначные результаты. В принципе, отчуждения должны быть выгодны, по-

тому что они позволяют отчуждающейся компании высвободить финансовые и управленческие ресурсы, которые она может реинвестировать и направить на более продуктивные цели. Однако Елена Видаль и Уилл Митчелл (Vidal E. & Mitchell W., 2018) показали, что эффект, производимый отчуждением, зависит от предыдущих результатов деятельности компании. Они обнаружили, что отчуждения, совершаемые неэффективными компаниями, увеличивают их прибыль, но препятствуют росту их продаж и повышают вероятность того, что эти компании будут поглощены. Высокоэффективные компании, напротив, за счет отчуждений получают новый рост и с меньшей вероятностью станут мишенью для поглотителей. Таким образом, отчуждение, по-видимому, укрепляет сильные стороны высокоэффективных компаний, но усугубляет слабые стороны компаний, переживающих трудности.

Процесс отчуждения

Процесс сделки по отчуждению – зеркальное отражение процесса поглощения. Большая часть этого процесса не зависит от способа отчуждения, так что материнская компания может проводить несколько отчуждений параллельно и принять решение о том, какой конкретно вариант выбрать – продажу, отделение или отчуждение части акционерного капитала, на более поздних этапах процесса в зависимости от рыночной ставки процента. Такие двойственные пути получают все большее распространение, в том числе потому, что продавец, у которого есть альтернативные варианты – отделение или отчуждение части акционерного капитала, – может усилить давление на потенциальных покупателей. Например, когда «ТиссенКрупп» (ThyssenKrupp) решили продать свои предприятия по производству нержавеющей стали («Иноксум» (Inoxum)), они выбрали двойственный процесс, готовясь как к продаже, так и к отделению данного предприятия, что добавило сложности, но при этом увеличило шансы на успех. В конечном итоге, «Иноксум» (Inoxum) было успешно продано финской компании «Оутокумпу» (Outokumpu).

После того как решение об отчуждении предприятия принято, ключевыми этапами процесса сделки по отчуждению, с точки зрения продавца, становятся: подготовка к сделке, выделение отчуждаемых активов, подготовка материалов для предложения и заключение сделки (рис. 2.20).

Факторы успеха при отчуждении

В прошлом большинство компаний менее профессионально относились к отчуждению своих бизнес-подразделений, чем к их приобретению. Отчуждения рассматривались не как стратегические инструменты управления корпоративным портфелем, а как неизбежное зло, результат плохого корпо-



Рис. 2.20. Ключевые этапы процесса отчуждения

ративного управления с клеймом неудачника. Только недавно многопрофильные компании начали признавать компетенцию по отчуждению активов как важную способность на корпоративном уровне. Хорошо управляемый процесс отчуждения активов может значительно увеличить достижимые доходы, поэтому корпоративному руководству выгодно сосредоточить на нем внимание и институционализировать необходимые возможности. Существует несколько ключевых факторов успеха в создании ценности при отчуждении предприятия.

Начнем с того, что *мотивация* при продаже бизнес-предприятия должна быть очень ясной. Эта мотивация также должна определять выбор режима отчуждения, выделение отчуждаемых активов и процесс сделки. Решение об отчуждении бизнес-подразделения должно основываться не только на показателях его эффективности, но и на тщательном анализе с точки зрения стратегии, финансов, собственности, рисков и портфеля в целом. Кроме того, за ним должна стоять стратегия управления портфелем, гарантирующая, что доходы от отчуждения могут быть использованы для создания ценности. Отчуждение уже прижившегося бизнес-подразделения – трудное решение для большинства материнских компаний. Многие компании выжидают слишком долго, потому что они воспринимают отчуждение бизнес-подразделения как признание неудачи, – это явление известно как *инертность отчуждения* и хорошо изучено в научной литературе (Braner M., 2006). С отчуждением компания, кажется, признает, что она не в лучшем положении для оптимизации ценности соответствующего бизнес-подразделения. Хотя, возможно, это и так, отчуждение следует рассматривать не как провал, а как разумную корпоративную стратегию и честное понимание корпоративных возможностей. Есть и другие случаи, где продажа предприятия может быть лучшим способом финансирования других, еще более привлекательных возможностей роста.

Чтобы гарантировать, что внутренняя ценность бизнес-предприятия будет реализована в сделке, необходимо подготовить амбициозный, но прав-

доподобный *бизнес-план*, основанный на убедительной бизнес-стратегии и подкрепленный конкретными мерами и инициативами. Грамотно составленный бизнес-план – залог успешного отчуждения. Он вызывает интерес у инвесторов, демонстрирует будущий потенциал, укрепляет уверенность и доверие и предотвращает недооценку. Для этого важно, чтобы план был последовательным на всех уровнях и в каждой детали, согласовывал анализ рынка и бизнес-стратегию с амбициями руководства и учитывал обоснованные инициативы по повышению ценности в будущем. При подготовке бизнес-плана важно учитывать точку зрения потенциальных покупателей. В этих целях может даже потребоваться включить оценку потенциальных синергий и одновременных затрат для конкретного покупателя, а также разработать для конкретного покупателя дорожную карту создания ценности. Глубокое понимание ключевых факторов ценности и риска отчуждаемого бизнес-предприятия также позволит руководству убедительно отвечать на все вопросы заинтересованных покупателей, что еще больше повысит их доверие и снизит скидки на потенциальный риск применительно к цене предложения.

После того как решение об отчуждении бизнес-предприятия будет принято, *сроки* совершения транзакции приобретают решающее значение. Выделение активов для отчуждения, в частности, зависит от благоприятной конъюнктуры рынка капитала для предложения акций новой компании. Но продажи также выигрывают от высоких уровней оценки и широкого общего интереса к бизнес-предприятию, что связано с подъемами в цикле развития отрасли и с благоприятной экономической средой. Важность правильного выбора сроков усугубляется длительным и интенсивным периодом подготовки к отчуждению, который обычно занимает 6–12 месяцев с момента принятия решения об отчуждении и до закрытия сделки. Так что стоит заранее подготовиться.

Еще одним ключевым фактором успеха в этом отношении может стать *эффективное управление на основе проектов*. Материнская компания должна четко определить, что является первоочередной целью сделки: скорость или максимизация ценности, и выстроить процесс соответствующим образом. Она должна убедиться, что сложный процесс выделения отчуждаемых активов завершен в срок и таким образом, который позволяет обеспечить новую организацию хорошей стартовой позицией, а также ограничить негативное влияние на оставшиеся бизнес-предприятия. Параллельная подготовка нескольких режимов продажи и гибкое реагирование на меняющиеся запросы потенциальных покупателей и их консультантов требуют сильного управления проектом и достаточного объема ресурсов.

И, наконец, нельзя пренебрегать *«мягкой» стороной изменений*. Процессы отчуждения могут вызывать бурю эмоций. Часто предназначенное для этого подразделение является унаследованным бизнесом, занимающим важное место в корпоративной культуре и идентичности. Решения об отчуждении часто вызывают беспокойство среди сотрудников, и чтобы такое решение имело долгосрочный успех, а организация удержала свои лучшие кадры, переживания по поводу того, кто уходит, а кто остается, важно разрешить как можно скорее. Напряжение повышается с того момента, когда становится ясно, кто остается, а кто уходит. Учитывая важную роль, которую уходящие руководители будут играть в налаживании внутренних и внешних коммуникаций, их следует информировать как можно раньше. Но как только их информируют, они тут же становятся контрагентами за столом переговоров, пытаясь оптимизировать стартовые позиции для нового независимого субъекта. В частности, отделение или выделение части акционерного капитала требует создания новой корпоративной культуры и идентичности для нового подразделения. Даже такие, казалось бы, тривиальные моменты, как название новой компании, дизайн новых логотипов или другие элементы брендовой идентичности, могут быть разрушительны и требуют тщательного управления.

Широкомасштабная трансформация портфеля

Реализация новой корпоративной стратегии может потребовать не только единичных решений об отчуждении или поглощении, но и полной трансформации корпоративного портфеля. Вспомним пример компании «Нокиа» (Nokia), которая недавно трансформировалась из мирового лидера в области производства мобильных телефонов в мирового лидера в области сетевых технологий и услуг (и в своей корпоративной истории прошла через множество подобных трансформаций), или продолжающуюся трансформацию «Байер» (Bayer) из химико-фармацевтического конгломерата в компанию, занимающуюся медико-биологическими разработками, ориентированную на здравоохранение и растениеводство, что было достигнуто за счет серии отделений и продаж существующих предприятий и приобретения новых в течение более 10 лет.

Действительно, существуют эмпирические данные, свидетельствующие о том, что компании предпринимают отделения, за которыми следуют приобретения со скоростью, которая слишком высока, чтобы это явление можно было объяснить случайностью (Bennett V.M. & Feldman E.R., 2017). То же исследование также показало, что приобретенные предприятия, как правило, более тесно связаны с оставшейся деятельностью компании, чем отделенные дочерние компании. Интересно, что компании, похожие, следуют этой модели

не только для того, чтобы высвободить капитал для последующих приобретений, но и для достижения постоянной синергии и оптимизации распределения внимания руководства внутри организации.

Широкомасштабная трансформация портфеля может быть вынужденной мерой в связи с тем, что компания находится в тяжелом финансовом положении. В этом случае основное внимание будет уделяться обеспечению финансового оздоровления и выживанию компании. Руководству необходимо расставить приоритеты в действиях, которые стабилизируют компанию, обеспечат ликвидность и быстро улучшат ее финансовое положение. Типичные меры в этой ситуации включают быстрое сокращение затрат, финансовую реструктуризацию, организационную реструктуризацию, срочную распродажу активов и закрытие операций. Но бывают и ситуации, когда компания решает существенно преобразовать свой портфель до того, как у нее возникнут финансовые затруднения. Компания может столкнуться с ситуацией медленного, но непрерывного упадка, когда незначительных изменений корпоративного портфеля будет недостаточно, чтобы остановить стратегический дрейф. Убедить стейкхолдеров поддержать смелую трансформацию в такой ситуации труднее, потому что потребность в переменах здесь менее очевидна, и у стейкхолдеров могут быть веские причины отрицать ее и сопротивляться переменам.

Большинство компаний предпринимают трансформацию портфеля, чтобы усилить свою направленность: две трети опрошенных решили переориентировать свои портфели, и только одна треть предпочла диверсификацию (Pidun U., 2019). Однако надо четко понимать, что единого наилучшего способа трансформации портфеля не существует; правильное сочетание направления, размаха и скорости зависит от обстоятельств компании в начале процесса, а также от ее отраслевой среды. Соответствующие сочетания структурных характеристик, которые последовательно приводят к успешной трансформации портфеля, зависят от состояния отраслевой среды (подъем или спад), уровня неопределенности и характеристик компании (уровня диверсификации портфеля). Например, компании, рассматривающей возможности трансформации высоко диверсифицированного портфеля в период спада и нестабильности в отрасли, следует выбрать стратегию быстрой переориентации, тогда как компания, которая хочет трансформировать узконаправленный портфель в период подъема и быстрого развития в целом стабильной отрасли, добьется большего успеха, прибегнув к стратегии медленной и умеренной трансформации через диверсификацию.

Помимо структуры трансформации, есть еще несколько факторов успеха во время ее реализации. Во-первых, лидеры должны привести убедительные доводы в пользу перемен, откровенно обозначив проблемы компании и пролив свет на то, почему нельзя просто продолжать идти тем путем, каким компания идет сейчас. Беспристрастный анализ корпоративного портфеля и его финансовой динамики по принципу «снаружи внутрь» может в этом помочь. Во-вторых, руководство должно обеспечить четкое стратегическое направление и привлекательное видение будущего целевого портфеля. Всем стейкхолдерам будет намного легче ступить на путь трансформации портфеля, если их не отодвинут в сторону, просто «чтоб не стояли над душой», а вовлекут в строительство лучшего будущего. И, в-третьих, высшее руководство должно обеспечивать свою заинтересованность, вовлеченность и лидерство на всем пути преобразований. Недостаточно указать правильное направление и надеяться, что стейкхолдеры сами найдут путь. Каждая трансформация будет сталкиваться с кризисами и периодами разочарований, и роль генерального директора и его руководящей команды заключается в том, чтобы активно вести компанию вперед по пути перемен, присутствовать и общаться, решать проблемы и завоевывать сердца и умы людей.

2.6. Формирование корпоративной стратегии материнской структуры

Концепция преимущества материнской структуры (Campbell A. et al., 1995) – центральный элемент корпоративной стратегии. Мы уже прибегали к ней для понимания корпоративных возможностей и при оценке СБЕ в корпоративном портфеле с точки зрения собственности. Основная предпосылка концепции заключается в том, что у материнской структуры есть несколько различных способов повысить ценность бизнес-единиц в портфеле, но все эти действия также сопряжены с риском разрушения ценности. Материнская компания должна стремиться к тому, чтобы оптимизировать свой вклад в чистую ценность своих подразделений и, более того, стараться получить преимущества материнской структуры, чтобы стать наилучшей возможной материнской компанией для своих дочерних бизнес-предприятий и создавать большую ценность, чем мог бы создавать любой из ее конкурентов, если бы владел теми же дочерними бизнес-предприятиями.

Но как определить наилучшую стратегию материнской корпорации для конкретной компании? Большинство корпоративных центров крупных много-

профильных компаний изо всех сил пытаются оправдать свое существование. Многие руководители бизнес-подразделений скажут, что групповые функции и процессы на групповом уровне часто больше мешают, чем помогают. Как следствие, исполнительные советы и руководители корпоративного уровня часто не уверены, как лучше всего выполнять свои функции материнской корпорации. Должны ли они, чтобы повысить ценность, более активно вмешиваться в свой портфель бизнес-предприятий? Или же им следует воздержаться от этого и предоставить СБЕ больше автономии? Как именно они должны организовать отношения между центром и бизнес-подразделениями? И на какой корпоративной деятельности им следует сосредоточить внимание? Короче говоря, какой должна быть их стратегия материнской корпорации?

Ставки, связанные с поиском правильных ответов на эти вопросы, высоки. Исследования показывают, что на материнские компании приходится 5–15% общего разброса прибыльности многопрофильных компаний (Armstrong С.Е. & Shimizu К., 2007). Неправильно выбранная стратегия материнской компании может подорвать дух предпринимательства в бизнес-подразделениях и серьезно снизить их потенциал создания ценности. И напротив, эффективная стратегия материнской корпорации может создать ситуацию, в которой целое действительно больше, чем сумма частей, и обеспечить надбавку к стоимости многопрофильной компании.

Поскольку материнские компании делают основной акцент на создании ценности, они также должны понимать, как они могут ее разрушать. Их основное внимание должно быть сосредоточено на том, какой вклад *чистой* ценности они вносят, и, согласно нашему опыту, многие материнские корпорации могут улучшить свои показатели, делая меньше, а не больше. В этом отношении древний совет, приписываемый Гиппократу и адресованный медицинской профессии, в равной степени можно отнести и к материнским корпорациям: «Прежде всего, не навреди».

Глубокое понимание конкретных источников добавленной ценности и факторов уничтожения ценности материнской корпорацией – всего лишь отправная точка. Разумная стратегия материнской корпорации – это больше, чем просто случайный набор видов деятельности, добавляющих ценность. Это, скорее, усиливающая комбинация видов деятельности, которая соответствует возможностям корпоративного центра и конкретным потребностям бизнес-подразделений. Таким образом, возникает ключевой вопрос: как определенные виды деятельности, создающие ценность, можно объединять для формирования дифференцированных стратегий материнской корпорации?

Архетипы стратегии материнской корпорации

Немногие компании имеют четко сформулированную стратегию материнской корпорации. Можно выделить шесть эмпирически выявленных различных стратегий материнской корпорации. Каждая из них представляет отдельный подход к тому, как быть материнской компанией. Их следует считать общими архетипами, но все они также могут наблюдаться (в более или менее чистом виде) среди реально функционирующих компаний (рис. 2.21).

Пассивный собственник: на одном конце спектра, который варьируется от относительно легкой до относительно сильной вовлеченности, лежит чрезвычайно осторожная стратегия материнской компании. Компании, которые следуют такому подходу, можно назвать пассивными собственниками. Они делают акцент на создании ценности, добавляя одни предприятия в портфель и избавляясь от других, не стремясь осуществлять какой бы то ни было централизованный контроль и управление стратегическими или операционными функциями. По сути, они управляют своими бизнес-подразделениями как чистыми финансовыми активами, ограничиваясь постановкой финансовых целей высокого уровня.

Большинство пассивных собственников настолько стараются не оказывать негативного влияния на свои предприятия, что воздерживаются от предоставления каких-либо централизованных услуг. У них, как правило,

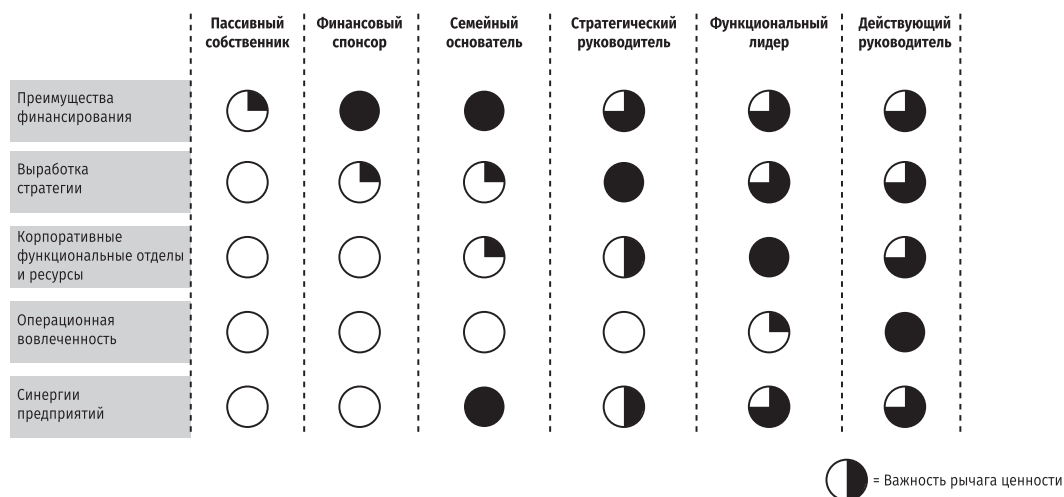


Рис. 2.21. Архетипы стратегии материнской корпорации

очень скудные корпоративные центры, и контроль над предприятиями они в основном осуществляют через соответствующие советы директоров дочерних компаний. Чистые примеры этой стратегии материнской корпорации можно найти во многих государственных фондах национального благосостояния. Другие примеры – «Беркшир Хатауэй» (Berkshire Hathaway) и «Верджин Групп» (Virgin Group). Они управляют своими активами через контроль со стороны Совета директоров и мышление активистов-инвесторов. Например, в корпоративном офисе «Беркшир» (Berkshire) работает менее 30 человек.

Финансовый спонсор обеспечивает финансирование и системное финансовое управление в целях повышения эффективности своих бизнес-единиц. Материнская компания также предлагает защиту от внешних рынков капитала, в частности, за счет снижения требований к внешней отчетности и снижения затрат на управление внешними стейкхолдерами. Однако, помимо этих финансовых преимуществ, финансовый спонсор не принимает серьезного участия в разработке стратегии или операционной деятельности бизнес-подразделений. Финансовые спонсоры, как и пассивный собственник, чрезвычайно опасаются уничтожения ценности из-за потенциально неэффективного участия центра в операциях бизнес-подразделений. Конечно, центр будет вмешиваться, если возникнут серьезные проблемы с эффективностью, но это будет лишь временное вмешательство.

Многие традиционные частные инвестиционные компании следуют этой стратегии материнской корпорации. Однако по мере того, как возможности создания ценности за счет кредитного плеча и мультипликаторного арбитража уменьшаются, корпорации все чаще переходят к подходу, предполагающему большее вмешательство в создание ценности компаниями своего портфеля (Brigl M. et al., 2012). Некоторые публичные компании также используют этот подход. Так, в частности, «Весфармерз» (Wesfarmers), успешный австралийский конгломерат, поднимает ценность своих автономных подразделений за счет надежного финансового управления и контроля.

Семейный основатель: семейные основатели во многом похожи на финансовых спонсоров в своих подходах материнской корпорации, в основном фокусируясь на управлении финансами. Однако разница здесь заключается в том, что семейные основатели составляют портфель предприятий с естественной синергией и сосредотачивают усилия на обеспечении правильного контекста для сотрудничества и обмена передовым опытом между предприятиями. Однако бизнес-подразделения несут полную ответственность за эффективность своей деятельности, а материнская компания намеренно ограничивает

свое вмешательство в стратегические или операционные вопросы. При необходимости семейные основатели предлагают некоторый ограниченный набор централизованных функций и услуг. Так, например, сильное функциональное подразделение по работе с персоналом с централизованным управлением кадрами и программами развития лидерских качеств может способствовать использованию синергии кадров.

«Джонсон и Джонсон» (Johnson & Johnson) – пример компании – семейного основателя. В нее входят предприятия фармацевтической отрасли и производители медицинской техники, которые обслуживают аналогичные рынки. Они независимы и автономны, но стремятся использовать синергию в продажах местным системам здравоохранения. Многие компании по производству потребительских товаров с портфелями довольно независимых брендов и азиатские бизнес-группы также используют подход «семейного основателя».

Стратегический руководитель: если финансовые спонсоры и семейные основатели делают акцент на финансовом преимуществе, то компании, следующие стратегии материнской корпорации «стратегический руководитель», направляют основные усилия на стратегическое преимущество. Материнская компания добавляет ценность, обладая превосходными стратегическими знаниями и опытом, а также определяя четкое стратегическое направление для своих бизнес-единиц. Она также может разрабатывать новые варианты внутреннего роста, активно продвигать инициативы по слияниям и поглощениям или помогать бизнес-подразделениям избавляться от непрофильных активов, управляя комплексной проверкой и процессом сделки. Эта стратегия материнской корпорации не обязательно требует создания больших корпоративных функциональных отделов или сложных корпоративных процессов. Однако для нее необходимо, чтобы центр обладал определенным набором управленческих способностей (в частности, в области оценки инвестиций, управления альянсами и повышения производительности), соответствующих потребностям бизнес-подразделений и дополняющих их существующие навыки. Недостаток этой стратегии становится очевиден, когда таковые возможности отсутствуют. Плохое стратегическое руководство может сбить бизнес-подразделения с курса; неэффективное распределение ресурсов может помешать им полностью реализовать свой потенциал.

Многие крупные диверсифицированные конгломераты с довольно независимыми дочерними компаниями выбрали эту стратегию материнской корпорации. Например, в «Эйрбас Групп» (Airbus Group), европейской аэрокосмической и оборонной компании, центр отвечает за определение роли авиа-

строительных, оборонных и вертолетных бизнес-подразделений компании в общей корпоративной стратегии. Ответственность за реализацию этой стратегии лежит на самих подразделениях. Поглощения управляются из центра и увязаны с общей стратегией группы.

Функциональный лидер: еще более активная стратегия материнской корпорации – это роль функционального лидера. Функциональные лидеры сосредотачивают усилия на добавлении ценности бизнес-подразделениям своего портфеля за счет функциональной эффективности, общих корпоративных ресурсов и централизованных услуг. В этих целях они создают сильные корпоративные функциональные отделы, объединяющие опыт в областях, имеющих долгосрочное влияние на бизнес-подразделения. Примером может быть разработка стратегии, управление инвестициями и инновации. Такие центры передового опыта устанавливают общекорпоративные политики, стандартизируют ключевые корпоративные процессы, поощряют обмен передовым опытом между бизнес-подразделениями и продвигают инициативы по улучшению таких функций бизнес-подразделений, как управление рисками или закупки. Функциональный лидер также может объединять вспомогательные услуги, такие как ИТ, бухгалтерские услуги и закупки, чтобы добиться для подразделений преимуществ по затратам. С другой стороны, эта активная стратегия материнской корпорации сопряжена с риском разрушения ценности через создание дорогостоящих надстроечных структур и неэффективностью процессов, возникающих в результате разделения обязанностей и взаимодействий между центром и бизнес-подразделениями.

Роли функционального лидера как стратегии материнской корпорации отдают предпочтение многие крупные, довольно зрелые, умеренно диверсифицированные компании. «Проктер энд Гэмбл» (Procter & Gamble), например, использует стандартизацию на всех уровнях компании для снижения затрат и достижения функциональной эффективности мирового уровня. Центральная глобальная организация оказания услуг бизнес-подразделениям создает ценность, предоставляя недорогие транзакционные услуги в критически важных функциях, таких как ИТ, бухгалтерский учет, управление персоналом и закупки.

Действующий руководитель: на другом конце спектра взаимодействия находится действующий руководитель с наиболее активной стратегией материнской корпорации. Материнские компании, придерживающиеся этой стратегии материнской корпорации, выходят за рамки определения финансовых целевых показателей, предоставления стратегических указаний или осуществ-

вления функционального лидерства. Они глубоко вовлечены в управление своими бизнес-единицами, влияя на операционные решения на уровне отдельно взятого подразделения. Они используют подробные и комплексные процессы стратегического планирования и составления бюджетов, а также подробные форматы отчетов, чтобы активно управлять операциями и внимательно отслеживать эффективность деятельности подразделений. Полномочия по принятию решений, касающихся, например, одобрения новых капиталовложений или назначения руководителей более низкого уровня, в значительной степени возлагаются на корпоративный центр. Действующие руководители также активно вмешиваются в операционную деятельность, направляя инициативы по улучшению всего портфеля или отдельных подразделений, результаты которых ниже ожидаемых.

Очевидно, что такая активная стратегия материнской корпорации сопряжена с риском разрушения ценности из-за неэффективных процессов и высоких затрат за сложность. Она будет действенной только в том случае, если идеи и возможности, которые материнская компания добавляет бизнес-подразделениям, смогут компенсировать эти неизбежные затраты. Многие компании с узкоспециализированным портфелем на капиталоемких, зрелых рынках используют эту стратегию материнской корпорации. Наглядным примером могут служить коммунальные компании (развитие и обслуживание городского хозяйства), традиционно имеющие высокоинтегрированную цепочку создания ценности, решающее значение для которых имеют сотрудничество между предприятиями, высокие стандарты профессиональной деятельности и эффективное распределение ресурсов. Но среди прочих и технологическая компания «Эппл» (Apple) придерживается подхода к управлению «действующий руководитель». Их корпоративный центр включает почти половину всего персонала «Эппл» (Apple) и отвечает за все виды деятельности, кроме производства (которое передается на аутсорсинг) и распределения (оно организуется в региональных бизнес-подразделениях).

Эффективность архетипов стратегии материнской корпорации

Насколько же эффективны эти шесть архетипов стратегии материнской корпорации в создании ценности для предприятий в корпоративном портфеле? Более глубокий анализ показывает, что уровень создания ценности материнской компанией неуклонно растет с увеличением степени ее вовлеченности: пассивные собственники показали самые низкие уровни результатов, финансовые спонсоры – несколько более высокие уровни, и так далее вплоть до действующих руководителей, которые показали самые эффективные резуль-

таты создания валовой ценности за счет деятельности материнской компании. Однако имеется тенденция к выравниванию роста среди наиболее активных стратегий, что свидетельствует об уменьшении выручки от вовлеченности материнских компаний.

Опять же когда дело доходит до ценности, разрушенной деятельностью корпоративного центра, можно наблюдать аналогичный рост показателей с усилением вовлеченности материнских компаний. На этот раз, однако, вместо убывающей доходности наблюдается ускорение разрушения ценности, вызванное материнской корпорацией в наиболее активных своих стратегиях, позволяя предположить, что, как только корпоративное вмешательство достигает определенной точки, затраты, связанные с этим вмешательством, быстро возрастают.

Рассматриваемые вместе, эти два вывода говорят о том, что существует оптимальный уровень вовлеченности материнских компаний, обеспечивающий наилучший баланс между созданием и разрушением ценности. В среднем наиболее ценной стратегией как представляется оказывается стратегия функционального лидера. Этот результат предполагает, что любая дополнительная ценность, созданная активно вовлеченными руководителями, была более чем компенсирована такими же объемами дополнительной ценности, которую они уничтожили.

Можем ли мы сделать вывод из этого анализа, что действовать в качестве функционального лидера – лучшая стратегия материнской корпорации? Не обязательно. Это может быть наиболее эффективная стратегия в среднем для исследуемой выборки компаний, но наиболее подходящие стратегии для каждой конкретной компании могут сильно различаться. Например, было обнаружено, что самой эффективной стратегией для энергетических компаний является действующий руководитель. В коммунальных службах ценность создается за счет строгого отслеживания показателей эффективности, управления нормативно-правовой средой и использования синергии по всей цепочке создания ценности. Негативные побочные эффекты сильной централизации кажутся относительно ограниченными. Для подгруппы компаний, производящих потребительские товары, напротив, лучшей стратегией материнской корпорации оказалась роль стратегического руководителя. Компании, производящие потребительские товары, со стратегией большей вовлеченности материнской корпорации (функциональный лидер или действующий руководитель) констатировали высокие уровни разрушения ценности, что уменьшало созданную чистую ценность до уровней ниже показателей стратегического руководителя (Pidun U., 2019).

Критерии определения наилучшей стратегии материнской корпорации для конкретной компании

Мы можем сделать вывод, что стратегия материнской корпорации оказывает значительное влияние на оценку многопрофильной компании. Примечательно, что значение имеет создание *чистой* ценности, а дополнительные преимущества от более активного участия материнских компаний могут быть чрезмерно компенсированы дополнительными затратами.

Следовательно, для каждой компании существует точка оптимального участия материнской корпорации, в которой обеспечивается наилучший баланс между созданием и разрушением ценности. Как же найти эту оптимальную степень участия материнской корпорации для конкретной компании? Помимо многих факторов, характерных для конкретной компании, необходимо учитывать три основных фактора: стратегию портфеля, потребности материнской корпорации и возможности бизнес-подразделений, а также корпоративные возможности. Обсудим их все поочередно.

Стратегия портфеля влияет на стратегию материнской корпорации через размер корпоративного портфеля, его однородность, потенциал к синергии и стабильность. В целом, чем большее количество бизнес-единиц в портфеле и чем они разнообразнее, тем меньше вовлеченности должна предполагать стратегия материнской корпорации. Этот вывод – просто результат ограничения внимания руководства и риска увеличения затрат на сложность в больших портфелях. Кроме того, если портфель довольно однороден и состоит из связанных бизнес-подразделений с высоким потенциалом к синергии, может потребоваться более активная стратегия вовлеченности материнской корпорации, которая будет активно способствовать сотрудничеству между СБЕ. Однако такое сильное участие материнской компании и централизация деятельности требуют определенной стабильности корпоративного портфеля. Если же, напротив, ожидаются значительные изменения в составе портфеля и требуется высокая взаимозаменяемость его активов, стратегия материнской корпорации не должна устанавливать слишком много жестких структур или фиксированных связей между бизнес-единицами. Вот почему частные инвестиционные компании обычно предпочитают материнскую модель финансового спонсора или семейного основателя.

Вторым важным фактором выбора оптимальной стратегии материнской корпорации являются *потребности материнской корпорации* и возможности бизнес-подразделений. Полезным способом классификации потенциальных возможностей материнских корпораций будет применение концепции пяти

рычагов добавленной ценности материнской компании, как то: преимущества финансирования, выработка стратегии, корпоративные функциональные отделы и ресурсы, операционная вовлеченность и синергия предприятий. Какой из этих рычагов представляет возможности материнской корпорации для данного конкретного бизнес-подразделения, будет зависеть от отраслевого контекста, бизнес-модели и стратегических приоритетов. Например, весьма динамичные отрасли могут требовать меньшего участия материнской компании, потому что в них нужны быстрые решения, близкие к рынку. Также бизнес-подразделение в строго регулируемой среде может извлекать выгоду из политического влияния и поддержки со стороны материнской компании. Аналогично бизнес-модель и успех конкретной СБЕ будет влиять на потребности материнской корпорации. Например, если бизнес-подразделение сильно сосредоточено на использовании существующих возможностей и снижении затрат, может быть предпочтительна более централизованная модель; тогда как бизнес-подразделение, делающее акцент на исследованиях и инновациях, может выигрывать от более децентрализованного подхода с ограниченным или очень целенаправленным участием материнской компании. И, наконец, конкретные стратегические приоритеты СБЕ могут быть основанием для предпочтения того или иного вклада со стороны материнской компании. Например, если СБЕ необходимо выявить новые возможности роста, войти в новую область деятельности или справиться со сменой парадигмы в своей отрасли, материнская компания может оказывать поддержку, предоставляя конкретный стратегический опыт и рекомендации. Если потребности материнской корпорации тех или иных бизнес-подразделений слишком разнообразны, материнской корпорации будет сложно подпитывать их все таким образом, чтобы вносить вклад в добавление ценности. Что еще более важно: то, что является потребностью материнской корпорации для одного бизнес-подразделения, может быть разрушительно для ценности, создаваемой другим бизнес-подразделением. Таким образом, большое разнообразие потребностей материнской корпорации применительно к бизнес-подразделениям требует от материнской корпорации довольно осторожной стратегии.

Корпоративные возможности являются третьим важным фактором, который необходимо учитывать при выборе стратегии материнской корпорации. Их можно найти в кадрах (лицах с соответствующим опытом и/или знаниями), процессах (хорошо функционирующие процессы стратегического планирования, слияний и поглощений, и комплексной проверки, оценки инвестиций) или системах (управленческий учет, управление рисками, развитие кадров).

Ранее было довольно подробно описано, как корпоративные возможности могут быть выявлены, классифицированы и оценены. Различные стратегии материнской корпорации предъявляют различные требования к ее возможностям. В то время как от пассивных собственников, финансовых спонсоров и семейных основателей в основном требуется твердое деловое суждение и финансовые возможности, материнские корпорации, желающие следовать роли стратегического руководителя, вдобавок должны превосходно понимать соответствующие рынки, им нужны сильные стратегические навыки и навыки развития бизнеса, а также соответствующий опыт в корпоративных транзакциях. Аналогично материнской корпорации следует выбирать стратегию функционального лидера только в том случае, если ее центр действительно преуспевает в организации ключевых корпоративных функций (в частности, финансовых, стратегических, а также в управлении человеческими ресурсами) и, таким образом, может улучшить эффективность деятельности бизнес-подразделений за счет функционального лидерства. Роль действующего руководителя требует, кроме прочего, превосходного опыта в операционных функциях и глубокого понимания ключевых характеристик бизнес-предприятий, которое, по меньшей мере, соответствовало бы опыту на уровне СБЕ. Отсутствие определенных корпоративных возможностей не исключает той или иной целевой стратегии материнской корпорации, но требуется откровенно оценить, есть ли вероятность того, что существующие пробелы в возможностях могут быть достаточно быстро (и при допустимых затратах) закрыты, чтобы избежать разрушения ценности действиями центра. В некоторых случаях также может быть возможна передача требуемых экспертных знаний из бизнес-подразделений в центр.

Подводя итог, можно сказать, что оптимальной стратегией материнской корпорации для той или иной конкретной компании будет та, которая лучше всего соответствует стратегии портфеля компании и корпоративным возможностям, а также потребностям материнской корпорации и бизнес-подразделений. Выбор должен определяться общей корпоративной стратегией, поскольку стратегия материнской корпорации играет важную роль в реализации общей стратегии.

Выводы по эффективной роли материнских корпораций

Подводя итог, можно выделить четыре основных императива в разработке эффективной стратегии материнской корпорации:

Акцент на ценность! Большинство дискуссий о роли корпорации сосредоточены на преимуществах централизованного выполнения определен-

ных действий. Такие преимущества важны, но они представляют лишь часть уравнения. Чтобы убедиться, что материнская компания оптимизирует свой вклад в *чистую* ценность, потенциальные выгоды должны быть сопоставлены с прямыми и косвенными затратами, сопровождающими деятельность материнской компании. Следовательно, необходимо тщательно оценивать те ситуации, в которых центр действительно добавляет ценность, и те, в которых ценность не добавляется. Чем сейчас занимается корпоративный центр? Какого рода сложности и затраты для бизнес-подразделений несут с собой эти действия? Какие виды деятельности препятствуют развитию отдельных бизнес-единиц в портфеле, а какие способствуют этому развитию? Оправдывает ли текущая ценность затраты? Привнесение этой концепции ценности в каждый вид деятельности, которую центр выполняет или может выполнять в будущем, – критически важная дисциплина.

Ставить стратегию выше структуры! Когда руководство рассматривает проект корпоративного центра, появляется естественный импульс – начать со структуры: рамок, обязанностей и линий подотчетности. Но по сути это значит ставить телегу впереди лошади. Вместо этого руководителям высшего звена следует начинать с четкого представления своей целевой стратегии материнской корпорации и использовать ее для обсуждения наиболее подходящей организационной модели и ролей. Это также установит четкие руководящие принципы и приоритеты для организационной структуры и предоставит корпоративным руководителям веские аргументы, обосновывающие, почему они делают то, что делают. В больших организациях возникновение дискуссий о ролях и обязанностях неизбежно. Вместо того, чтобы определяться той или иной политикой, властью или эго, полномочия должны основываться на четкой логике того, «как центр хочет создавать ценность». Руководители центра, способные обосновать действия исходя из фундаментальных стратегических принципов с большей вероятностью, заслужат одобрение и поддержку со стороны руководителей бизнес-подразделений, а также согласие относительно роли каждого.

Пусть бизнес-подразделение управляет центром, а не наоборот! В своей инаугурационной речи президент США Джон Ф. Кеннеди (John F. Kennedy) заявил: «Не спрашивайте, что ваша страна может сделать для вас; спросите, что вы можете сделать для своей страны». Когда дело касается определения роли центра, руководители высшего звена должны следовать аналогичной мантре. Заманчиво думать о центре с точки зрения корпоративных функций. Но если корпоративные руководители не будут проявлять осторожность, они

могут в конечном итоге создать центр, который будет обслуживать сам себя, по сути, спрашивая: «Что бизнес-подразделения могут сделать для нас?» – вместо того, чтобы обслуживать эти подразделения, в которых на самом деле и создается ценность. Безусловно, будут некоторые виды деятельности, которые естественным образом возлагаются на корпоративный центр, такие как определенные ключевые задачи управления вроде законного представительства, консолидированного бухгалтерского учета или одобрения крупных инвестиций. Но что касается всех других функций или видов деятельности, руководство должно определить, действительно ли необходимо централизовать эти задачи. Как правило, бремя поиска доказательств лучше возлагать на сторонников большей централизации, а не наоборот.

Будьте (само)критичны в отношении возможностей центра! Даже при наличии четкой и убедительной потребности бизнес-подразделения важно критически оценивать существующие возможности корпоративного центра и определять, могут ли они эффективно и действенно удовлетворить эту потребность. Руководству следует остерегаться чрезмерной уверенности в том, что центр может предоставить; и здесь поможет систематическая оценка корпоративных возможностей по трем ключевым критериям. Есть ли у этой деятельности потенциал для создания значительной ценности? Достаточно ли мал риск разрушения ценности в результате этой деятельности? Риск внедрения также ограничен? В некоторых ситуациях потенциальная ценность, добавляемая центральным функциональным отделом, может быть неотъемлемой частью выбранной компанией стратегии материнской корпорации. Если такой функциональный отдел еще не существует, необходимо будет инвестировать в его создание. Ярким примером стали усилия многих компаний по созданию цифровых платформ из центра. Но если возникают сомнения, компаниям лучше не централизовываться. Многие корпоративные центры могут создавать большую ценность, просто избегая разрушения ценности.

Проектирование корпоративного центра

Точное воплощение стратегии материнской корпорации в реальность требует проектирования корпоративного центра, структура, кадры, процессы и инструменты которого отражали бы стратегию материнской корпорации и поддерживали ее. Через какие виды деятельности центр осуществляет контроль? Каковы линии власти? На каком уровне исполнительный совет и корпоративный центр взаимодействуют с бизнес-подразделениями? Какие права на принятие решений сохраняются за бизнес-подразделениями? Короче говоря, каков спектр полномочий и ответственности корпоративного центра

для каждого из шести архетипов стратегии материнской корпорации, и какие виды организационной структуры диктуют эти полномочия и ответственность?

Каждая стратегия материнской корпорации использует свой отличный от прочих подход к трем конкретным аспектам управления:

- режим контроля материнской корпорации: какие виды деятельности и результаты отслеживает корпоративный центр; каковы основные линии отчетности;

- права материнской корпорации в принятии решений: какие решения принимает корпоративный центр, а какие – бизнес-подразделения;

- функциональные полномочия и ответственность материнской корпорации: как центр осуществляет руководство, и какие ресурсы для этого требуются; какие функциональные полномочия он дает бизнес-подразделениям?

Только когда мы добьемся ясности относительно этих принципов управления, можно будет определиться с выводами, касающимися организационной структуры. Режим контроля со стороны материнской корпорации, ее права в принятии решений и ее функциональные полномочия должны согласовываться с общей стратегией материнской корпорации, чтобы логика создания ценности переводилась в фактическую создаваемую ценность.

Мы проиллюстрируем принципы управления шести стратегий материнской корпорации. Однако следует заметить, что это всего лишь архетипы, т. е. несколько стилизованные описания. На практике стратегии материнской корпорации и ее принципы управления могут также проявляться в смешанных формах.

Пассивный собственник, например, осуществляет контроль через свой управляющий совет, который наблюдает за деятельностью руководителей бизнес-подразделений, которые, в свою очередь, управляют бизнес-подразделениями. В этом случае контроль материнской корпорации ограничивается требуемой законом информацией, предоставляемой в отчетах компании. Управляющий совет утверждает только основные решения, такие как выбор ключевых руководителей и определение политики выплат. Права детализации принятых решений по финансовым, стратегическим и производственным вопросам, а также их исполнение остаются за бизнес-подразделениями.

Режим контроля финансового спонсора – финансовый. Центр предоставляет ориентиры в виде финансовых целевых показателей сверху вниз, а также рассматривает и критически оценивает финансовые планы бизнес-подразделений. Функциональные отделы корпоративного уровня консультируют, дают рекомендации и отчитываются перед управляющим советом

материнской корпорации. Управляющий совет наблюдает за деятельностью генеральных директоров бизнес-подразделений, которые, в свою очередь, управляют функциональными отделами на уровне бизнес-подразделений. Центр сохраняет за собой право принятия окончательных финансовых решений, оставляя стратегические и производственные решения, а также их исполнение за бизнес-подразделениями.

Семейный основатель, как и финансовый спонсор, управляет путем контроля за финансовыми ресурсами. Центр определяет и отслеживает ключевые финансовые показатели эффективности, рассматривает и критически оценивает финансовые планы бизнес-подразделений, а также их планы по использованию и реализации возможностей синергии. Финансовые решения остаются в компетенции центра; стратегические и операционные вопросы решаются на уровне бизнес-подразделений.

Стратегический руководитель, в отличие от предыдущих, управляет организацией, контролируя стратегию. Он предоставляет бизнес-подразделениям стратегические ориентиры и цели и критически оценивает их стратегические планы. Чтобы усилить свой контроль, функциональный стратегический отдел на корпоративном уровне разделяет с руководителями бизнес-подразделений ответственность за руководство реализацией стратегии их бизнес-подразделениями. Центр принимает финансовые и стратегические решения для бизнес-подразделений, которые сохраняют за собой право принятия производственных решений и исполнения.

Функциональный лидер осуществляет финансовый, стратегический и функциональный контроль. Он определяет политику и процессы для ключевых корпоративных функций и стимулирует применение лучших практик и продвижение инициатив по функциональной эффективности на всех уровнях организации. Административные функциональные отделы центра (в частности, по управлению финансами, стратегией и человеческими ресурсами) несут основную ответственность за надзор за своими коллегами в бизнес-подразделениях, хотя последние обычно также подчиняются по двойной линии подотчетности генеральному директору бизнес-подразделения. Центр оставляет за собой право принятия финансовых решений, а также определения функциональных стандартов, в то время как бизнес-подразделения сохраняют права на принятие производственных решений и исполнение в соответствии с заданными стандартами. Как правило, функциональный лидер избирательно подходит к функциям, на которых он делает акцент. Его основное внимание обычно уделяется функциям поддержки, которые помогают бизнес-подраз-

делениям осуществлять свою деятельность, включая управление кадрами и развитие лидерских качеств, управление эффективностью, информационные технологии и защиту интеллектуальной собственности. Кроме того, функциональные лидеры могут в значительной степени использовать общие услуги, чтобы получать преимущество по затратам и способствовать глобальной интеграции и глобальному сотрудничеству. Наконец, функциональные лидеры могут предоставлять стратегические возможности через центры компетенций, связанные с продажами, маркетингом или производственными операциями.

Действующий руководитель взаимодействует с организацией в первую очередь через контроль над операциями. Он создает подробные планы и бюджеты для каждого бизнес-подразделения и продвигает инициативы по улучшениям на уровне бизнес-подразделений. Операционные функциональные отделы в бизнес-подразделениях подчиняются своим коллегам на корпоративном уровне и генеральному директору бизнес-подразделения, а те, в свою очередь, подчиняются управляющему совету центра. В результате центр имеет право принимать производственные, а также финансовые и стратегические решения. Ответственность бизнес-подразделений в основном сводится к выполнению поставленных задач.

Для компаний важно иметь четкое представление о своей стратегии материнской корпорации и установить модель управления, которая бы ей соответствовала. Непоследовательность или путаница в отношении стратегии материнской корпорации и вытекающих из этого обязанностей и линий распределения полномочий почти всегда порождают конфликты и борьбу за власть.

Поскольку полномочия, ответственность и действия шести стратегий материнской корпорации так сильно различаются, проектирование их корпоративных центров обязательно, и оно также будет сильно различаться. В частности, эти центры будут различаться по пяти параметрам: организационная структура, процессы, кадры и модели поведения, системы и инструменты, а также использование поставщиков и источников финансирования. Обсудим эти пять параметров поочередно.

Организационная структура: организационная структура вытекает непосредственно из стратегии материнской корпорации. Осуществляя контроль только через управляющий совет, пассивный собственник не имеет специальных функциональных отделов на корпоративном уровне, вместо этого поддерживается лишь небольшая группа административных сотрудников.

Центры финансового спонсора и семейного основателя также относительно экономны, за исключением функционального отдела по управлению

финансами, который хорошо укомплектован кадрами для осуществления финансового контроля. Функциональный отдел по управлению финансами для стратегического руководителя несколько менее универсален, но он все же требует строгого управления эффективностью для отслеживания исполнения стратегических задач. Конечно, этот центр также имеет высококвалифицированный и развитый функциональный отдел по управлению стратегией, поскольку стратегические стимулы – его основное средство управления. Корпоративный центр функционального лидера, напротив, более сложен, укомплектован более многочисленным штатом сотрудников поддержки во всех функциональных отделах и отдельными подразделениями, предоставляющими общие услуги по обслуживанию сделок, такие как бухгалтерский учет или расчет выплат. Организационное планирование действующего руководителя может включать не только административные, но и операционные функции корпоративного уровня, такие как исследования и разработки, производство, цепочка поставок и маркетинг.

Процессы: как и организационная структура, корпоративные процессы переводят стратегию материнской корпорации в конкретные операционные термины. В то время как пассивный собственник не участвует в бизнес-процессах более чем в пределах стандартного взаимодействия с управляющим советом, некоторые другие роли (финансовый спонсор, семейный основатель, стратегический руководитель) используют отдельные централизованные процессы в качестве инструментов контроля. Знаковый процесс финансового спонсора – это, естественно, финансовое бюджетирование и отчетность бизнес-подразделений. Ключевые процессы семейного основателя также включают управление сотрудничеством между бизнес-подразделениями, что является источником синергии. Стратегический руководитель централизует процессы разработки и пересмотра стратегии. Функциональный лидер и действующий руководитель гораздо более активно участвуют в бизнес-процессах. Успех стратегии материнской корпорации функционального лидера зависит от стандартизации и централизации ключевых процессов. Он создает ценность, обеспечивая функциональное превосходство в масштабах всей корпорации либо путем непосредственного предоставления рентабельных услуг бизнес-подразделениям, либо путем проверки подразделений на предмет передового опыта, который можно перенести или же навязать другим подразделениям. Участие действующего руководителя в процессах расширяется до прописывания деталей исполнения с особым акцентом на составление бюджета, планирование и оперативное принятие решений.

Кадры и модели поведения: чтобы добиться успеха, различные стратегии материнской корпорации опираются на разные типы кадров и разные модели поведения. Финансовому спонсору, семейному основателю и стратегическому руководителю в корпоративном центре нужны несколько высококлассных специалистов, обладающих навыками, подходящими для соответствующей стратегии материнской корпорации. Финансовый спонсор, например, рассчитывает на нескольких финансовых экспертов, а семейный основатель также нуждается в персонале со стратегическим пониманием, чтобы максимизировать синергетический эффект среди предприятий портфеля. Ключевые сотрудники стратегического руководителя – это эксперты в области разработки, реализации и передачи стратегии; от них также требуется превосходный отраслевой опыт. Функциональному лидеру требуется персонал центра, который бы сочетал в себе глубокое функциональное ноу-хау с пониманием операционных моментов, чтобы центр мог находить правильный баланс между центральной синергией и местными требованиями и автономией. Действующий руководитель, в отличие от прочих, нуждается в центральной команде квалифицированных операционных руководителей с глубокими отраслевыми ноу-хау.

Системы и инструменты: стратегии материнской корпорации, предполагающие большую вовлеченность, такие как «функциональный лидер» и «действующий руководитель», задействованы в разработке инструментов и согласовании их использования для непосредственной поддержки операционной деятельности и внедрения лучших функциональных практик. Эти практики связаны с функциями поддержки, такими как управление кадрами, а также с бизнес-функциями, такими как ценообразование. Кроме того, более вовлеченные материнские корпорации часто предпринимают широкие усилия по ИТ-стандартизации, такие как инициативы по гармонизации систем планирования ресурсов предприятия (ПРП). Менее вовлеченные стратегии материнских корпораций, напротив, в центре используют инструменты в основном для своих собственных нужд, поддерживая свои собственные функциональные отделы по руководству и администрированию. В соответствии со своей ролью поставщика финансовых ресурсов финансовый спонсор разрабатывает и предоставляет инструменты финансовой отчетности, как и семейный основатель, который, помимо того, расширяет отчетность до реализации возможностей синергии. Стратегический руководитель предоставляет инструменты финансовой и стратегической отчетности, а также определяет структуру и процесс стратегического планирования.

Поставщики и источники финансирования: использование внешних поставщиков услуг и аутсорсинга широко варьируется в зависимости от типа материнской корпорации. Помимо юридических и налоговых экспертов, финансовый спонсор и семейный основатель ограниченно пользуются услугами внешних экспертов. Стратегический руководитель более склонен регулярно привлекать услуги консультантов по стратегическому управлению и аналитиков рынка. Функциональный лидер и действующий руководитель, напротив, обычно активно используют внешних поставщиков услуг, которые обеспечивают экономическую эффективность или преимущество в возможностях. Эти материнские корпорации обычно используют внешних экспертов для таких разнообразных направлений деятельности, как брендинг и коммуникации, инициативы, направленные на функциональное превосходство, передачу передового опыта, управление изменениями и анализ рынка. Разница между этими двумя типами материнских корпораций заключается в том, что функциональный лидер отдает на аутсорсинг вспомогательную деятельность, в то время как действующий руководитель может также отдавать на аутсорсинг операционные задачи, такие как принятие решений «производить или покупать» для основных видов деятельности.

Подводя итог, можно сказать, что стратегия материнской компании может быть мощным инструментом реализации корпоративной стратегии. Переход на другую, более подходящую стратегию материнской корпорации включает в себя множество сложных изменений в организационной структуре, корпоративных процессах, кадрах и моделях поведения, системах и инструментах, а также в использовании услуг поставщиков и источников финансирования, но может создать значительные краткосрочные выгоды и долгосрочную ценность для компании.

2.7. Корпоративная финансовая стратегия

Финансовая стратегия компании – последний кирпичик в построении нашей корпоративной стратегии. Она состоит из трех ключевых элементов: это, во-первых, четкая и убедительная инвестиционная декларация для существующих и потенциальных акционеров, которая объясняет, как корпоративная стратегия компании будет создавать ценность; во-вторых, это последовательная финансовая политика, которая определяет целевой коэффициент финансового левериджа (финансового рычага) компании, структуру долга, денежные резервы и политику выплаты дивидендов и поддерживает ее корпоративную

стратегию и предполагаемый путь трансформации; в-третьих, это общая инвестиционная стратегия, определяющая целевую структуру инвесторов компании и ее подход к управлению отношениями с инвесторами. Рассмотрим эти три элемента поочередно.

Инвестиционная декларация

Создание ценности предприятия в долгосрочной перспективе – правильная целевая функция при разработке корпоративной стратегии, поскольку она включает в себя большинство других потенциальных корпоративных целей и задач, помогает находить компромиссы между противоречивыми целями и применима ко всем моделям собственности. В долгосрочной перспективе внутренняя ценность компании и оценка ее существующими и потенциальными акционерами будут совпадать, но в краткосрочной перспективе рыночная стоимость компании может существенно отклоняться от лежащей в ее основе фундаментальной ценности из-за различий в оценке имеющейся информации.

Руководство не может игнорировать взгляды своих нынешних и потенциальных акционеров. В частности, если компания зарегистрирована на бирже, она также должна регулировать свою краткосрочную оценку и показатели работы на рынке капитала, чтобы получить право и возможность работать над созданием ценности в долгосрочной перспективе. Если на цену акций оказывается давление, руководство может быть вынуждено сосредоточиться на повышении эффективности в краткосрочной перспективе иногда в ущерб созданию ценности в долгосрочной. Компании с недостаточным уровнем ценности могут быстро стать объектами попыток враждебного поглощения. Также для сотрудников и руководителей будет источником мотивации и гордости то, что истинная ценность их компании, как они видят, также отражается в цене ее акций, особенно если акции компании составляют значительную часть их вознаграждения. Таким образом, в интересах всех стейкхолдеров иметь справедливую оценку компании и последовательную положительную динамику цены акций. Чтобы достичь этого, руководству необходимо переложить свою корпоративную стратегию в убедительную инвестиционную декларацию: четкое и целенаправленное изложение того, как компания собирается создавать ценность с течением времени.

Как рынки капитала оценивают эффективность деятельности компании

Важно понимать, что существует разница между хорошей компанией и хорошим акционерным капиталом. До сих пор наше повествование строилось вокруг того, как быть хорошей компанией и создавать фундаментальную

замечательной компанией с отличными продуктами и превосходными перспективами, но это не обязательно делает ее хорошим акционерным капиталом для инвестиций. Чтобы создать ценность для тех, кто покупает акции «Эпл» сегодня, компания должна превосходить высокие ожидания, которые уже заложены в цену ее акций.

Появляется все больше эмпирических данных, свидетельствующих о том, что рынки капитала не так эффективны, как это предполагает стандартная финансовая теория. Например, в понедельник, 19 октября 1987 года, индекс Доу–Джонса за 1 день упал на 23%. Вероятность такого события в соответствии со стандартной финансовой теорией составляет $1 : 10^{50}$, и с тех пор было еще много подобных примеров падения фондового рынка вне всякого допустимого диапазона. Аналогично этому одно исследование показало, что новые выпущенные акции в среднем последовательно демонстрировали примерно на 30% худшие результаты, чем портфель сопоставимых акций в течение 5 лет после первичного публичного предложения, что не должно происходить на эффективном рынке капитала (Loughran R. & Ritter J.R., 1995). Некоторые инвесторы строят свою бизнес-модель, используя широко распространенную веру в стандартную финансовую теорию и эффективные рынки капитала. Легендарный инвестор Уоррен Баффет (Warren Buffett) из «Беркшир Хатаяэй» (Berkshire Hathaway) однажды заметил: «С моей личной точки зрения, нам, вероятно, следует выделить кафедры, чтобы обеспечить непрерывное преподавание теории эффективного рынка».

Составляющие сильной инвестиционной декларации

Какие выводы должны сделать компании из этих наблюдений? Во-первых, для создания более высокой совокупной доходности акционеров недостаточно быть хорошей компанией и работать в соответствии с ожиданиями. Чтобы обогнать рынок, компания должна удивить инвесторов и превзойти их ожидания, что немаловажно. Во-вторых, в долгосрочной перспективе рынки капитала кажутся достаточно эффективными, и оценка фондового рынка должна отражать фундаментальную ценность компании. В-третьих, однако, рыночные цены и внутренняя ценность могут значительно расходиться в течение длительных периодов времени из-за неэффективности рынка. Компаниям не следует пытаться использовать эти недостатки и максимизировать текущую цену своих акций, скорее, нужно сосредоточиться на создании ценности в долгосрочной перспективе и справедливом отражении своей фундаментальной ценности в цене своих акций, сглаживая пиковые значения и преувеличения.

Чтобы добиться такой справедливой оценки, компания должна предложить убедительную инвестиционную декларацию, которая бы объясняла, почему и как ее корпоративная стратегия будет создавать ценность сверх того, что уже отражено в текущей цене акций, и почему, таким образом, покупка акций компании будет хорошей инвестицией. Сильная инвестиционная декларация основывается на глубоком понимании фундаментальных рычагов создания ценности, находящихся в распоряжении компании. В отличие от длинного списка амбиций и инициатив, типичного для стратегического плана, она выделяет от 3 до 6 важнейших действий, которые необходимо совершать для достижения превосходных результатов эффективности в течение заранее определенного периода времени, – обычно 3–5 лет. Она фокусирует внимание руководства и инвесторов на тех факторах ценности, которые действительно продвигают дело. В то же время сильная инвестиционная декларация также явно решает проблему корпоративных рисков и потенциальных противоположных точек зрения.

Важнейшей основой для хорошей инвестиционной декларации, конечно же, служит сильная и хорошо обоснованная корпоративная стратегия. Но есть три дополнительных ингредиента: глубокое понимание видения инвестора относительно компании и ее рынков, количественная оценка ожидаемого потенциала корпоративной стратегии в создании ценности и убедительная подача инвестиционной декларации рынку капитала. Обсудим эти три ингредиента по очереди.

Понимание видения инвестора

Отправной точкой в создании убедительной инвестиционной декларации будет глубокое понимание видения инвестора. Некоторые компании явно привлекают инвесторов на ранних этапах процесса разработки корпоративной стратегии, проводя собеседования и переговоры с выбранными существующими инвесторами, потенциальными инвесторами и финансовыми аналитиками со стороны продавца, которые освещают информацию о компании. Разумеется, такие собеседования и переговоры не должны нарушать стандарты конфиденциальности и должны соответствовать всем требованиям законодательства, что сводит их возможности к выслушиванию, не позволяя обсуждать конкретные планы. Тем не менее, они дают руководству хорошую возможность извлечь выгоду из рыночного опыта инвесторов, собрать их идеи о том, как компания может развиваться, и понять их предпочтения и опасения. Это также может быть ценным вкладом для более позднего представления новой корпоративной стратегии, поскольку указывает, в какой степени необходимо управлять расхо-

дющимися ожиданиями, и какие потребуются особые усилия по убеждению. Хорошей практикой также будет ведение регулярного, глубокого диалога с ключевыми инвесторами и не только в связи с конкретными событиями. Это также обеспечит поддержку акционеров в случае принятия важных решений (таких как крупные приобретения) или при атаке инвесторов-активистов.

Количественная оценка создания ценности в корпоративной стратегии

Вторым компонентом сильной инвестиционной декларации является количественная оценка ожидаемого потенциала корпоративной стратегии в создании ценности, согласно видению инвестора. Альтернативные варианты корпоративной стратегии можно оценивать не только на основе их влияния на финансовые показатели компании, такие как рост выручки, прибыльность и денежный поток, но также на основе их ожидаемого влияния на совокупную доходность акционеров (СДА).

Хорошей отправной точкой будет расширение финансовой модели до всесторонней оценки дисконтированных денежных потоков компании и сравнение полученного значения с текущей рыночной стоимостью. Конечно, должны быть и амбиции: с помощью новой корпоративной стратегии значительно увеличить ценность предприятия. В противном случае компания может столкнуться со значительной переоценкой на рынке капитала, которой необходимо будет управлять с особой осторожностью.

Чтобы более подробно оценить влияние потенциальной корпоративной стратегии на СДА компании, полезно сначала понять источники исторического развития СДА. Показатель СДА компании в данный период можно разложить на три основных фактора (рис. 2.23):

- увеличение операционной прибыли (например, измеряемой как показатель EBITDA) за счет роста выручки и/или улучшения маржи;
- улучшение ожиданий инвесторов, измеряемое как мультипликатор, который инвесторы применяют для преобразования текущей операционной прибыли в ценность предприятия;
- распределение свободного денежного потока в виде дивидендов, выкупа акций или погашения долга.

Эти три компонента СДА – неотъемлемые части динамичной системы создания ценности. Изменения в одной области могут повлиять на другие. Задача заключается в том, чтобы понять связи между этими компонентами и найти компромисс между ними. Например, сильное сокращение расходов на НИОКР может увеличить краткосрочную операционную прибыль и позволить увеличить дивиденды, но снизит ожидания инвесторов относительно будуше-

го роста прибыли и соответствующего мультипликатора оценки, что вполне может привести к общему отрицательному показателю СДА.

И, напротив, крупное приобретение может подразумевать в краткосрочной перспективе отрицательный свободный денежный поток, но при этом оно увеличивает операционную прибыль и ожидания будущего роста, что приводит к общему положительному показателю СДА.

Подобно тому, как был выполнен этот анализ прошлых показателей создания ценности, можно провести оценку влияния корпоративной стратегии на создание будущей ценности. Какое влияние окажет предлагаемая стратегия на рост выручки и развитие маржи? Как желаемые изменения в составе портфеля повлияют на ожидания инвесторов относительно будущего роста прибыли и данных мультипликаторов оценки? Какое количество денежных средств необходимо для финансирования будущих инвестиций в рост, и какое может быть возвращено инвесторам в виде дивидендов или выкупа акций? Ответы на эти вопросы позволят компании оценить профиль СДА предлагаемой корпоративной стратегии.

Коммуникации с рынком капитала

Третьим компонентом успешной инвестиционной декларации будет убедительная подача ее рынку капитала. Сформулировать корпоративную страте-

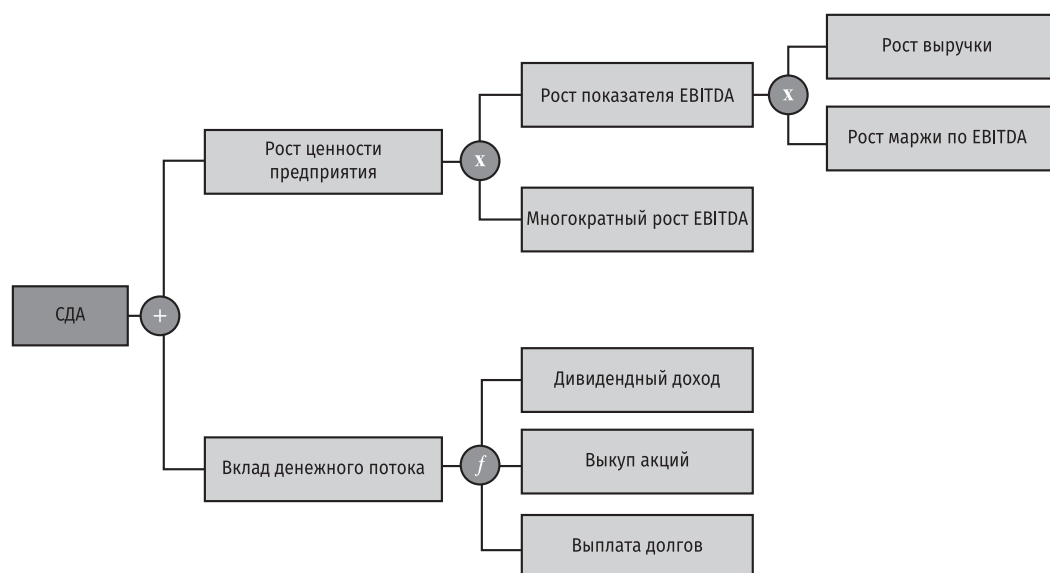


Рис. 2.23. Структура раскладки СДА

гию довольно сложно: это тонкое дело, поскольку руководство может захотеть скрыть некоторые из своих планов от конкурентов или же будет пытаться избежать слишком явных обязательств перед лицом серьезных неопределенностей. Например, если корпоративная стратегия предполагает поглощение компании-конкурента, может быть неразумно объявлять об этом слишком рано и тем самым повышать цены. Руководство должно со всей тщательностью решить, какие элементы корпоративной стратегии могут быть преданы широкой огласке для внутренней и внешней аудитории, а какие должны обсуждаться только на Совете директоров.

Каков бы ни был диапазон огласки корпоративной стратегии, она должна описывать четкое и измеримое видение компании. Некоторые компании даже делятся с широкой общественностью ролями своего портфеля и соответствующими стратегическими и финансовыми ожиданиями, закрепленными за отдельными бизнес-подразделениями. Также хорошей практикой стало объяснение базовых предположений, лежащих в основе корпоративной стратегии, например, важных тенденций в рамках отрасли, источников преимуществ и целевых областей роста.

Хорошо налаженная коммуникация с рынком капитала также включает прогноз ожидаемых результатов корпоративной стратегии. В нем должны быть четко указаны ключевые финансовые показатели, используемые для оценки эффективности стратегии, количественно определены финансовые целевые показатели на краткосрочную и долгосрочную перспективу и на основе разложения эффективности на ключевые факторы создания ценности объяснено, как будет создаваться ценность. С прогнозом эффективности связано пояснение заложенной в его основу финансовой стратегии. В нем должны быть изложены ожидаемые показатели генерируемых и используемых денежных средств, предоставлены конкретные сведения о потребностях в реинвестировании, а также о планах и критериях слияний и поглощений, к тому же должна быть пояснена целевая структура капитала, включая планы по выплатам дивидендов и потенциальному выкупу акций.

Наконец, хорошая подача корпоративной стратегии должна описывать не только целевую картину компании, но и дорожную карту для ее достижения. Сюда входит обзор основных программ повышения эффективности и ключевых вех, определяющих, что и когда должно быть достигнуто. Это укрепляет доверие к руководству, показывая, что оно способно выполнить заявленную программу в соответствии с планом и, таким образом, может иметь эффект хороших новостей. Для этого целесообразно утвердить формат презентации,

где будут определены цели, этапы и основные вехи новой корпоративной стратегии, и впоследствии использовать его для отслеживания достигнутого прогресса с течением времени.

Многим компаниям сложно эффективно донести свою корпоративную стратегию и инвестиционную декларацию до публики. Типичные подводные камни, которые здесь можно наблюдать, включают:

- чрезмерный акцент на сегодняшнем положении и преимуществах, а не на освещении планов компании по созданию сильной и устойчивой ценности в будущем;
- обсуждение компании как единого целого, а не разграничение ролей и стратегических приоритетов для всех бизнес-подразделений в портфеле;
- формулировку инвестиционной декларации с опорой только на качественную, а не количественную оценку ее потенциала создания ценности на основе ключевых факторов ценности;
- сосредоточение внимания на «продаже» корпоративной стратегии, а не на сообщении сбалансированного взгляда, честного подхода к решению проблем в рамках портфеля;
- чрезмерную сложность или непоследовательность во временных рамках вместо предоставления четкой и прослеживаемой дорожной карты, чтобы ориентировать и направлять ожидания инвесторов.

Подводя итог, заметим, хорошая инвестиционная декларация сочетает в себе сильную и хорошо обоснованную корпоративную стратегию с глубоким пониманием видения инвестора, количественной оценкой потенциала компании в создании ценности и убедительной подачей на рынке капитала. Компания, которая правильно понимает и использует все эти ингредиенты, увидит, что потенциал создания ценности ее корпоративной стратегии также отражается в цене ее акций на благо всех стейкхолдеров данной компании.

Финансовая политика

Финансовая политика компании определяет, как компания намерена финансировать свою деятельность и инвестиции и как она намерена использовать генерируемые ей избыточные денежные средства. В частности, она определяет источники финансирования, целевую структуру капитала, остаток денежных средств и политику в отношении выплаты дивидендов и выкупа акций. Финансовая политика компании должна строго определяться ее корпоративной стратегией. Корпоративная стратегия определяет потребности в финансировании инвестиций с течением времени, предсказуемость и надежность денежных потоков от операций, а также необходимые резервы безопасности на случай

непредвиденных событий или инвестиционных возможностей. Основная роль финансовой политики заключается в поддержке реализации корпоративной стратегии и обеспечении удовлетворения финансовых потребностей бизнес-предприятий. При этом решения о финансировании могут иметь непосредственное влияние на оценку компании, снижая стоимость капитала или посылая на рынок капитала положительные сигналы.

Источники финансирования

В принципе, имеются три источника, которые компании могут использовать для финансирования своей деятельности и инвестиций: денежные средства, генерируемые внутри компании, собственный акционерный капитал или заемные средства (рис. 2.24). Собственный акционерный капитал дороже заемных средств, потому что держатели акций несут более высокий риск, чем держатели долговых обязательств, у которых есть фиксированное требование, обслуживаемое из денежного потока компании в первую очередь. Привилегированные акции представляют собой особую форму акционерного капитала. Они стоят выше, чем обыкновенные акции (также называемые простыми или акциями с правом голоса), но ниже, чем облигации с точки зрения требований, что означает, что они могут иметь приоритет перед обыкновенными акциями при выплате дивидендов и при ликвидации компании. Акционерный капитал можно увеличить за счет частного или публичного размещения акций компании на рынке капитала.

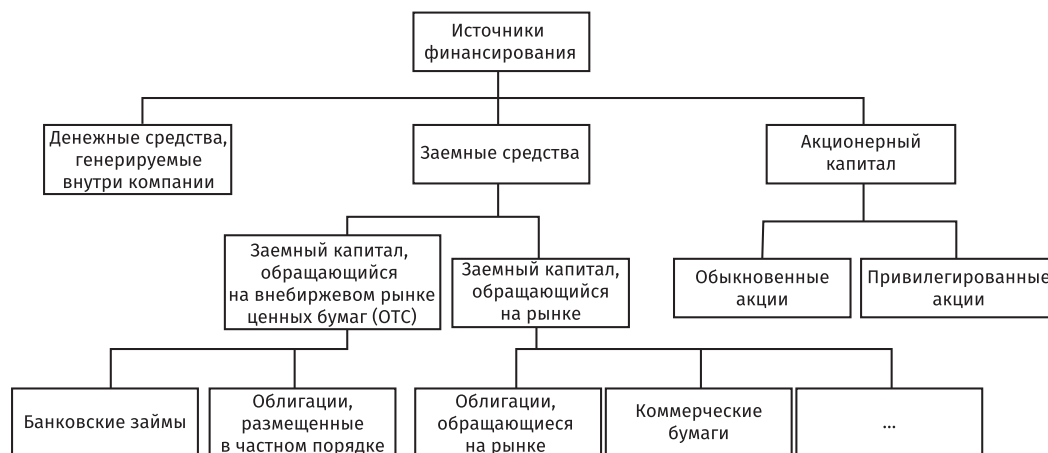


Рис. 2.24. Источники финансирования

Практическая значимость различных источников финансирования традиционно разделялась на системы, ориентированные на рынок (англосаксонская модель, преобладающая, например, в США и Соединенном Королевстве), и системы, ориентированные на банки (наиболее распространенные в континентальной Европе и Японии). Система, ориентированная на рынок, характеризуется зрелыми финансовыми рынками, высокой актуальностью финансирования акционерным капиталом и заемным капиталом, обращающимся на рынке, сильным влиянием институциональных инвесторов (таких как страховые компании и пенсионные фонды) и сильным акцентом на ценность для акционеров. В отличие от этого, в системе, ориентированной на банки, рынки капитала играют менее доминирующую роль, меньший акцент делается на ценность для акционеров, а банковское финансирование более распространено, при этом банки сосредоточивают у себя большую долю собственности и контроля. В целом система, ориентированная на рынок, обеспечивает более легкий и дешевый доступ к капиталу и дает руководству больше свободы действий. Также коммерческие отношения с кредиторами затрудняют управление ситуацией при возникновении финансовых сложностей и требуют более высокого уровня собственного акционерного капитала как страховочной сетки. Тесные отношения с банками в системе, ориентированной на банки, напротив, допускают более высокий уровень долга, но также предполагают более высокую стоимость финансирования и меньшую независимость руководства. По мере глобализации торговли и рынков капитала обе системы все больше сближаются, и модель, ориентированная на рынок, получает все большее распространение и за пределами англосаксонского мира.

Целевая структура капитала

Как же компании определить свою целевую структуру капитала? Существует ли способ, разделить капитал компании на заемный и собственный так, чтобы можно было ожидать максимизации ценности компании? Наука о финансах предлагает несколько теорий структуры капитала, которые могут помочь компаниям найти свой путь к целевому коэффициенту леввериджа, или финансового рычага, который представляет собой отношение общей задолженности к общему объему собственного капитала.

Первыми, кто высказал свою позицию по решению паззла структуры капитала, были Модильяни и Миллер (Modigliani F. & Miller M.H., 1958), которые утверждали, что на идеальном рынке капитала структура капитала не имеет значения. В их модели идеального рынка капитала нет налогов и транзакционных издержек, затрат на выпуск новых долговых обязательств

или акционерного капитала, нет издержек банкротства или других агентских расходов. Финансовые рынки конкурентоспособны и оцениваются по справедливой стоимости, инвесторы и компании имеют равные возможности, а финансовые решения компаний не влияют на генерируемые ими денежные потоки. В таком стилизованном мире Модильяни Ф. и Миллер М. смогли показать, что, хотя акционерный капитал и долговые обязательства становятся более рискованными, а, следовательно, с ростом лeverиджа более дорогостоящими, растущая стоимость собственного капитала и долговых обязательств компенсируют друг друга за счет более высокой доли более дешевых заемных средств. В целом средневзвешенная стоимость капитала (WACC) останется неизменной, а ценность компании не зависит от соотношения ее собственных и заемных средств.

На практике, конечно, эти допущения об идеальном рынке капитала не соответствуют реальности. В частности, налоговые льготы снижают стоимость долговых обязательств, в то время как при высоком уровне долга прямые и косвенные издержки, вызываемые финансовыми затруднениями, могут значительно вырасти.

Теория компромисса для структуры капитала утверждает, что для каждой компании существует оптимальная структура капитала, которую можно найти, подбирая баланс выгод и затрат на долговые обязательства. Начиная с компании, полностью финансируемой акционерным капиталом, увеличение лeverиджа должно сначала снизить среднюю стоимость капитала, поскольку более дешевые заемные средства смешиваются с более дорогим собственным капиталом компании. Преимущества заемных средств вытекают из налогового щита, который они обеспечивают (поскольку затраты на выплату процентов не облагаются налогом, они, таким образом, снижают налоговое бремя компании), а также из роли, которую они играют в контроле риска чрезмерного инвестирования: обязательные по договору выплаты процентов и основной суммы долга снижают тенденции руководства использовать избыточные денежные средства для поддержания роста за счет создания ценности, и таким образом использование заемных средств может снизить агентские расходы собственного капитала.

Но с увеличением лeverиджа стоимость долга становится более значительной. В какой-то момент рост уровня долга увеличивает издержки, вызываемые финансовыми затруднениями, которые включают не только прямые юридические и административные расходы на ликвидацию или реорганизацию предприятий, но и косвенные расходы, возникающие еще

до фактического банкротства компании, такие как нарушение способности вести коммерческую деятельность и ограниченное доверие бизнес-партнеров относительно жизнеспособности компании и ее целенаправленной политики. Более того, высокий уровень левериджа увеличивает риск недостаточного инвестирования, когда высокие платежи по долговым договорам снижают способность компании использовать привлекательные инвестиционные возможности. Сюда входят не только капитальные затраты, но и инвестиции в исследования и разработки, техническое обслуживание, рекламу, подбор или обучение кадров.

Теория компромисса для структуры капитала рекомендует компаниям с высокой и стабильной прибылью и денежными потоками на зрелых рынках с лишь ограниченными и предсказуемыми инвестиционными возможностями ориентироваться на высокие уровни долга, поскольку они могут извлечь наибольшую выгоду из налогового щита, имея низкий риск финансовых затруднений и, как правило, они больше подвержены риску чрезмерных инвестиций, чем риску недостаточного инвестирования. Кроме того, компании с низкой прибылью и нестабильными денежными потоками на динамичных рынках со многими привлекательными инвестиционными возможностями должны отдавать предпочтение более низким уровням долга, поскольку они меньше выигрывают от налоговых льгот и меньшего риска чрезмерных инвестиций, но больше всего страдают от риска недоинвестирования и издержек в случае финансовых затруднений. Эмпирические доказательства теории компромисса для структуры капитала убедительны. Так, например, начинающие компании, как правило, полностью финансируются за счет акционерного капитала; фармацевтические и технологические компании имеют низкую долю заемных средств, а предприятия в энергетическом или инфраструктурном секторе имеют высокий уровень долга на своих балансах.

Два других важных аспекта решения о структуре капитала рассматриваются в *теории информационных издержек*: время выхода на рынок и сигнальные эффекты. Информационные издержки возникают из-за того, что руководители корпораций часто лучше осведомлены о ценности своих компаний, чем сторонние инвесторы. Они могут использовать это информационное преимущество для оптимизации выбора времени на рынке для корпоративного финансирования, но нужно также учитывать соответствующий сигнальный эффект. Модель выбора времени для операций на рынке предполагает, что компании, считающие, что их акции недооценены, обычно выпускают долго-

вые обязательства, а не акции. И напротив, компании, которые считают, что их акции переоценены, обычно выпускают акции, а не долговые обязательства. Таким образом, руководство компании может оптимизировать финансовые решения в интересах своих существующих акционеров. Однако инвесторы предвидят такое поведение, что, как правило, приводит к падению цены акций перед их размещением, отражая информационные затраты на привлечение внешнего акционерного капитала. Основываясь на этом, модель сигнальных эффектов утверждает, что корпоративные финансовые решения предназначены изначально для того, чтобы сообщить руководителям об уверенности в перспективах компании. Например, увеличение доли заемных средств может служить достоверным сигналом о более высоких денежных потоках, ожидаемых в будущем, в то время как компании, повышающие дивиденды или выкупающие акции, сигнализируют о своей уверенности в том, что их недооценили.

Теория иерархии, или «порядка клевания», основана на теории информационных издержек и стремится предсказать порядок предпочтения финансовых решений компаний (Myers S., 1984). Она предполагает, что компании оптимизируют не структуру своего капитала («запасы»), а индивидуальные решения о финансировании («потоки»). Руководство максимизирует ценность компании, систематически выбирая для финансирования новых инвестиций самый дешевый доступный источник средств, при этом информационные издержки являются основным фактором затрат на финансирование. Согласно данной модели, руководители предпочитают внутренние средства (нераспределенную прибыль) внешнему финансированию, потому что они имеют низкие транзакционные издержки и могут расходоваться независимо. Если необходимы внешние источники финансирования, руководители предпочитают заемные средства акционерному капиталу из-за более низких информационных издержек. Руководители будут выпускать акции только в крайнем случае, когда их заемная возможность будет исчерпана.

Теория иерархии, или «порядка клевания», объясняет, почему в рамках данной отрасли наиболее прибыльные компании обычно занимают меньше, — не потому, что у них низкие целевые коэффициенты левериджа, а потому, что им не нужны внешние ресурсы для ведения и развития своего бизнеса. Однако теория иерархии менее успешна в предсказании различий в коэффициентах долга между отраслями. Например, в соответствии с теорией компромиссов соотношение заемных средств к собственному капиталу, как правило, низкое в быстрорастущих высокотехнологичных отраслях, хотя потребность во внешних деньгах велика.

Средства на балансе компании

Помимо структуры капитала, финансовая политика также должна определять целевой уровень денежных средств на балансе компании. И здесь вновь нужно принимать компромиссное решение между выгодами и издержками хранения наличных средств. Высокий уровень наличных позволяет компании быстро реагировать на краткосрочные инвестиционные возможности и избегать транзакционных издержек по привлечению капитала или заемных средств. Более того, это расценивается деловыми партнерами как показатель силы и гибкости и снижает для компании вероятность финансовых затруднений в краткосрочной перспективе. Доходы от использования денежных средств, скорее всего, будут ниже, чем доходы от других видов инвестиций, в том числе потому, что компании, как правило, платят более высокие налоги на проценты, выплачиваемые в денежной форме, чем частные инвесторы. Кроме того, высокий уровень наличности увеличивает риск чрезмерного инвестирования в проекты, разрушающие ценность (или в льготы, привилегии и блага для руководителей), а также риск поглощения. Рекомендации здесь подобны теории компромиссов применительно к структуре капитала: компаниям с колеблющейся прибылью и денежными потоками и множеством привлекательных инвестиционных возможностей следует отдавать предпочтение более высоким уровням наличности. Это в значительной степени соответствует эмпирическим наблюдениям. Например, компании в фармацевтической и высокотехнологичной отраслях обычно имеют самый высокий уровень ликвидности на своих балансах.

Дивиденды и выкуп акций

Наконец, финансовая политика должна определять, что компания будет делать с избыточными денежными средствами, генерируемыми в результате ее операций или инвестиций. В принципе, компания может использовать излишки денежных средств для дополнительных инвестиций в рост или приобретения, для погашения долга или для возврата его акционерам через дивиденды или программы выкупа акций. Решение об инвестициях в рост должно зависеть от привлекательности таких инвестиционных возможностей. Если привлекательных возможностей с ожидаемой доходностью выше стоимости капитала и с приемлемыми профилями риска не существует, лучше вернуть денежные средства держателям долговых обязательств или акционерам. Выбор между заемным и собственным капиталом опять же должен определяться целевой структурой капитала, но, как обсуждалось выше, сигнальные эффекты также могут играть роль.

Теоретически выплата дивидендов и выкуп акций – эквивалентные способы возврата денежных средств акционерам. В случае выкупа акций существующие акционеры имеют дополнительное преимущество, заключающееся в том, что они могут выбирать между выплатой наличными и увеличением своей соответствующей доли в компании. Однако на практике доминирующую роль играют сигнальные эффекты (Jagannathan M. et al., 2000). Повышение дивидендов посылает сильный сигнал о том, что руководители рассчитывают на предстоящее повышение курсов ценных бумаг и, соответственно, будущих доходов компании. Выплаты дивидендов рассматриваются руководством как важные обязательства, поскольку они подразумевают обещание сохранять выплаты как минимум на заданном уровне. Урезание дивидендов подрывает доверие к руководству и в большинстве случаев жестко наказывается рынком капитала. Следовательно, когда компания повышает свои дивиденды, она должна быть очень уверена в том, что будущие доходы позволят ей сохранить дивиденды на этом высоком уровне или даже еще увеличить их с течением времени. Повышение дивидендов – также дорогостоящий сигнал для руководства, поскольку оно ограничивает контроль руководства над будущим использованием денежных потоков и, таким образом, заставляет руководителей разумно использовать денежные средства.

В отличие от этого программы обратного выкупа акций не предполагают долгосрочных обязательств, и их гораздо легче прервать. Они раскрывают мнение руководителей о текущей оценке компании, поскольку выкуп собственных акций привлекателен только в том случае, если эти акции считаются недооцененными. Выкуп акций может быть эффективным инструментом для быстрой корректировки структуры капитала компании и возврата крупных единовременных притоков денежных средств, например, в результате продажи той или иной бизнес-единицы. Однако выкуп акций также часто интерпретируется как негативный сигнал о будущем потенциале роста компании, поскольку он обозначает отсутствие привлекательных возможностей для инвестиций в рост. Учитывая эти сигнальные эффекты, неудивительно, что реакция рынка капитала на увеличение дивидендов, как правило, гораздо более позитивна, чем на объявление о программах выкупа акций (Ikenberry D. et al., 1995).

Как разработать финансовую политику компании

Подведем итог, как компаниям приступать к определению и реализации своей финансовой политики. На первом этапе они должны принять решение относительно выбора своей целевой структуры капитала, определяемой как целевой диапазон соотношения собственных и заемных средств, а не как не-

кий точечный показатель. Вместо использования статического целевого леве-риджа (долг/общий капитал) многие компании предпочитают динамический коэффициент соотношения собственных и заемных средств (чистый долг/ЕБИТДА), который позволяет им регулировать уровень долга в соответствии со своей доходностью. Например, большинство компаний считают уровень коэффициента чистого долга выше 4,0 довольно рискованным, и многие фирмы ориентируются на уровни между 1,0 и 3,0. Корпоративная стратегия компании и соответствующие потребности в финансировании должны быть отправной точкой всех соображений, а теория компромисса для структуры капитала может помочь компании в определении ее конкретного целевого диапазона. Руководство должно уравнивать бизнес-риск с финансовым риском компании. В целом, чем больше бизнес-риск корпоративного портфеля, тем ниже должен быть финансовый риск, принимаемый компанией. Решающее значение имеет групповая картина, а более высокая степень диверсификации рисков по всем подразделениям портфеля может позволить проводить более агрессивную финансовую политику.

Существует множество различных факторов, которые необходимо учиты-вать и приводить в баланс при определении целевого диапазона соотношения собственных и заемных средств для конкретной компании. В принципе, компания должна выбирать более консервативную структуру капитала, если у нее достаточно низкие, нестабильные и непредсказуемые операционные денежные потоки; если она ожидает высоких и довольно непредсказуемых инвестиций и если отсрочка или отказ от инвестиций обходятся дорого; если установленные для нее налоговые платежи довольно низкие или же она пользуется существенной налоговой защитой, не связанной с долговыми обязательствами, например, за счет амортизации, переноса налоговых убытков или налоговой скидки на инвестиции; и если у нее нет возможности привлечь заемные средства и/или акционерный капитал в короткие сроки. Если эти показатели указывают на противоположное, компания может позволить себе более агрессивную струк-туру капитала с более высоким уровнем заемных средств.

На втором этапе компаниям следует разработать комплексную финан-совую политику, учитывающую не только целевую структуру капитала, но и структуру долга и целевой кредитный рейтинг, уровень денежных средств на балансе и политику выплаты дивидендов. Отдельные составляющие фи-нансовой политики должны быть последовательны и усиливать друг друга. К примеру, зрелая, медленно растущая энергетическая компания со стабиль-ной и предсказуемой прибылью может ориентироваться на довольно высокий

коэффициент заемных средств, высокую долю долгосрочного долга с существенными ковенантами по снижению стоимости капитала, рейтинг инвестиционного класса, низкие уровни избыточных денежных средств на балансе, а также высокие и медленно растущие выплаты дивидендов. В отличие от нее, недавно созданная технологическая компания с высокими темпами роста, но низкой и непредсказуемой прибылью может выбрать довольно низкий коэффициент заемных средств, делать акцент на краткосрочных долговых обязательствах и конвертируемых облигациях, чтобы снизить стоимость капитала, должна принять кредитный рейтинг ниже инвестиционного класса, сохранять на балансе более высокую ликвидность, чтобы быть более гибкой, и воздерживаться от выплаты дивидендов, а вместо этого использовать свой денежный поток для финансирования привлекательных инвестиций в рост.

Наконец, компании должны регулярно проверять, находятся ли они по-прежнему в пределах целевого диапазона своей структуры капитала и финансовой политики. Как правило, компания должна корректировать свою структуру капитала всякий раз, когда затраты на корректировку ниже, чем затраты, связанные с отклонением от цели. Затраты на корректировку включают в себя не только транзакционные издержки «из собственного кармана», но и информационные издержки, связанные с определением времени выхода на рынок и реагированием на сигналы, о чем говорилось выше. Теория иерархии может дать некоторые ориентиры по выбору наиболее привлекательных источников финансирования. Эмпирические исследования подтверждают, что компании часто значительно отклоняются от своих целевых структур капитала, а затем возвращаются к ним. Исследования, отслеживавшие финансовые решения таких компаний в течение длительных периодов времени, показали, что типичные темпы следующей за отклонением корректировки составляют 26–30% в год (Flannery M.J. & Rangan K.P., 2006; Elkamhi R. et al., 2014). Небольшие компании, как правило, отклоняются дальше и на более длительные периоды времени, потому что затраты на корректировку для них относительно выше, чем для более крупных компаний.

Эти рассуждения еще раз подчеркивают важную роль корпоративной стратегии компании для определения ее финансовой политики. Более высокий риск и неопределенность в корпоративной стратегии требуют финансового буфера в виде ликвидности и/или заемных возможностей. В случае наличия привлекательных возможностей роста необходимо тщательно избегать риска недостаточного инвестирования. Планируемые крупные приобретения могут потребовать хорошего кредитного рейтинга, чтобы иметь возможность быстро

выйти на долговой рынок. Кроме того, более высокий уровень заемных средств также может помочь поддерживать дисциплину в реализации корпоративной стратегии.

Стратегия инвестора

Ранее мы уже описали, как корпоративную стратегию и предпочтения инвесторов можно согласовать с помощью инвестиционной декларации компании. Важно заметить, что для такого согласования существуют ограничения. Инвесторы – это всего лишь одна из групп стейкхолдеров, они не должны диктовать корпоративную стратегию компании, и их интересы должны быть уравновешены с интересами других стейкхолдеров. Критерием разработки корпоративной стратегии является создание долгосрочной ценности предприятия на благо всех стейкхолдеров. Следует ценить вклад инвесторов в корпоративную стратегию, как и всех других групп стейкхолдеров, и окончательный вариант корпоративной стратегии должен быть обстоятельно доведен до их сведения, чтобы убедить их и заручиться их поддержкой. Но могут быть случаи несоответствия корпоративной стратегии ожиданиям инвесторов, в частности, в случае серьезных изменений в направлении деятельности компании. Например, если компания реализует крупную стратегию интернационализации, существующие акционеры, стремящиеся выйти на внутренний рынок, могут перестать быть лучшими владельцами капитала компании. В этих случаях может потребоваться активная миграция в базе инвесторов. Стратегия инвестора компании определяет ее целевую базу инвесторов и то, как компания намерена взаимодействовать со своими инвесторами. Стратегия инвестора и корпоративная стратегия должны быть хорошо согласованы, чтобы акционеры поддерживали направление, задаваемое руководством.

Семейные компании представляют собой особый случай, поскольку семейные акционеры часто оказывают важное влияние на разработку стратегии, а базу инвесторов тогда нелегко изменить. Во многих семейных компаниях стратегия компании в отношении инвесторов закреплена в уставе компании или в семейном уставе. Они регулируют, в какой степени лица, не являющиеся членами семьи, могут стать акционерами компании, как акции передаются по наследству и как должны приниматься решения о дивидендах, новых акциях и новых акционерах. Но даже в семейных компаниях важно ограничивать и регулировать влияние семейных акционеров на корпоративную стратегию через четко сформулированные соглашения о представительстве семейных акционеров в руководящих органах компании и о роли семьи в управлении компанией.

Классификация типов инвесторов

Семейные компании имеют большое преимущество, заключающееся в том, что они хорошо знакомы со своими ключевыми акционерами. Для публичных компаний, которые обычно не знают большинство своих инвесторов, это может быть более сложной задачей. Обычно у них очень широкая база инвесторов, которая со временем часто меняется. Как же им по-прежнему активно управлять отношениями с инвесторами? Хорошей отправной точкой будет классификация инвесторов исходя из их основной инвестиционной философии (рис. 2.25). Например, «доходные» инвесторы в основном ищут регулярные выплаты дивидендов и предпочитают акции с высокой дивидендной доходностью и ограниченным риском. Инвесторы «в рост» отдают предпочтение быстрорастущим компаниям с годовым ростом выручки выше 10% и готовы ради этого пойти на существенный риск. Инвесторы категории РРЦ («рост по разумной цене») считают, что акции с хорошим балансом умеренного роста при высоком денежном потоке и умеренном риске принесут превосходную прибыль. «Ценностные» инвесторы пытаются определить акции, которые торгуются ниже их внутренней ценности, и обычно инвестируют, если муль-

Типы инвесторов	Философия и критерии инвестирования
«Доходный»	Ищут регулярных выплат дивидендов, инвестируют в ценные бумаги с дивидендной доходностью выше среднего и ограниченным риском
«В рост»	Инвестируют в быстрорастущие компании с темпами годового роста выручки выше 10%, принимают высокие показатели мультипликатора оценки и значительный риск
РРЦ	Ищут компании с хорошим балансом умеренного роста, высокого денежного потока и умеренного риска («рост по разумной цене»)
«Ценностный»	Инвестируют, когда фактическая стоимость ниже внутренней ценности, например, когда соотношение «цена–прибыль» ниже 15 или ниже аналогов по отрасли, выходят из сделки, когда соотношение «цена–прибыль» превышает среднее значение по отрасли
«Индексный»	Фонды, которые следуют определенному индексу и, следовательно, поддерживают каждую ценную бумагу, которая является составляющей того или иного индекса
Хедж-фонды	Альтернативная инвестиционная стратегия с возможностью инвестировать в любой тип акций без ограничений, которые обычно имеют другие управляющие активами, такие как взаимные фонды
Иное	Специализированные, международные, неклассифицированные и прочие стили

Рис. 2.25. Классификация типов инвесторов

типликатор «цена–прибыль» ниже 15 (или ниже аналогов по отрасли). «Индексные» инвесторы – это фонды, которые просто следуют определенному индексу фондового рынка и, следовательно, поддерживают каждую ценную бумагу, которая является составляющей этого индекса.

Существуют и другие, более специализированные типы инвесторов, такие как хедж-фонды, которые придерживаются альтернативных инвестиционных стратегий без многих ограничений, обычно свойственных другим управляющим активами, таким как взаимные фонды. Базовую информацию о профиле инвестора конкретной компании и ее конкурентов можно получить из баз данных, предлагаемых рядом поставщиков финансовой информации.

Естественная база инвесторов для данной компании зависит от характеристик ее портфеля и ее корпоративной стратегии. Например, если компания планирует агрессивную долгосрочную стратегию роста с большими инвестициями, многочисленными приобретениями и ограниченными выплатами дивидендов, ее лучше всего поддержат инвесторы «в рост» и инвесторы категории РРЦ. С другой стороны, если в компании ожидается более сбалансированное развитие со стабильными прибылями и денежными потоками, в основном органическими инвестициями и темпами роста в диапазоне ВВП, она может привлечь более широкий спектр типов инвесторов, включая РРЦ и «доходных» инвесторов. Если же компания находится в ситуации финансового оздоровления со значительным потенциалом создания ценности, но также с высоким риском, «ценностные» инвесторы и хедж-фонды могут быть наиболее подходящими для нее типами.

Управление отношениями с инвесторами

Что может сделать руководство компании, если оно подозревает серьезное несоответствие между ожиданиями инвесторов и корпоративной стратегией? Во-первых, руководство должно проводить беседы с ключевыми акционерами, чтобы лучше понимать их предпочтения и взгляды на компанию и ее стратегию. Иногда небольшие корректировки относительно прозрачности отчетности, политики выплат или инвестиционных критериев могут значительно улучшить согласованность отношений. Во-вторых, руководство должно честно сформулировать свою корпоративную стратегию и переложить ее в четкую инвестиционную декларацию. Это позволяет управлять ожиданиями, дает существующим инвесторам возможность продать акции, если они не согласны с дальнейшим курсом компании, и привлекает новых инвесторов. И в-третьих, руководство должно активно работать с целевыми инвесторами, чьи инвестиционные приоритеты лучше соответствуют корпоративной стра-

тегии компании. Таким образом, руководство может со временем сместить свою базу инвесторов в сторону акционеров, поддерживающих задаваемое им стратегическое направление.

«Активизм акционеров»

Конкретной проблемой, с которой сталкивается все больше и больше компаний, становится угроза со стороны инвесторов-активистов. Инвесторов-активистов можно поставить где-то между пассивными держателями акций, такими как многие взаимные фонды, которые покупают и продают акции, но имеют лишь ограниченный контакт с руководством, и частными инвесторами, которые стремятся получить контрольный пакет акций компании, чтобы изменить ее траекторию развития и через пару лет снова ее продать. Инвесторы-активисты, напротив, обычно ограничиваются миноритарным владением в своих целевых объектах, но пытаются активно влиять на руководство, чтобы раскрыть значительный потенциал ценности, изменив направление работы компании, прежде чем они продадут свои акции с прибылью.

Активизм акционеров зародился в основном как явление в США. Журнал «Экономист» (The Economist) в феврале 2015 года подсчитал, что с конца 2009 года 15% организаций – членов индекса S&P 500 столкнулись с кампаниями, проводимыми активистами, и около 50% организаций S&P 500 имели активистов в своем реестре акций. За последние 10 лет активы под управлением фондов активистов постоянно росли, как и количество атак и средний размер их целевых требований. Все чаще атакам подвергаются и компании за пределами США. Только небольшая часть кампаний, проводимых активистами, становится публичной. Известные публике примеры компаний, подвергшихся атакам со стороны акционеров-активистов: «ЭйБиБи» (ABB), «Алкоа» (Alcoa), «Дженерал Электрик» (General Electric), «Хоум Депо» (Home Depot), «ДжейСи Пэнни» (JC Penney), «Метро» (Metro), «Нестле» (Nestlé), «ПепсиКо» (PepsiCo), «Сименс» (Siemens), «ТиссенКрупп» (ThyssenKrupp) и «Ксерокс» (Xerox).

Типичный процесс атаки активистов начинается с того, что инвестор накапливает первоначальный плацдарм в виде акций целевой компании и инициирует частный диалог с руководством компании об идеях, позволяющих раскрыть значительный потенциал создания ценности. Типичные рычаги, к которым обращаются инвесторы-активисты, охватывают весь репертуар корпоративной стратегии:

- финансовая политика: увеличить финансовый леверидж, чтобы снизить стоимость капитала и предоставить больше капитала для инвестирования в бизнес или возврата акционерам. Повысить дивиденды или инициировать про-

грамму выкупа акций, чтобы вернуть излишки денежных средств акционерам и избежать чрезмерного инвестирования, разрушающего ценность;

- распределение ресурсов: сместить инвестиции между бизнес-сегментами и сократить финансирование роста низкодоходных предприятий, чтобы высвободить капитал для финансирования наиболее привлекательных предприятий или дополнительных выкупов акций;

- эффективность работы бизнес-единицы: оптимизировать бизнес-стратегии или структуру затрат отдельных бизнес-подразделений и повысить производительность за счет повышения эффективности или снижения затрат;

- стратегия портфеля: провести повторную оценку портфеля и либо пересмотреть объявленные поглощения или отчуждения, либо рассмотреть возможность продажи отдельных бизнес-подразделений или всей компании, чтобы получить выгоду от привлекательных бонусов за поглощение;

- корпоративное управление: сократить или согласовать вознаграждения руководителей с интересами акционеров. Изменить состав Совета директоров, чтобы увеличить соответствующий опыт или включить в него активистов.

Как компания должна реагировать на атаки инвестора-активиста? Во-первых, целесообразно быть готовыми и понимать слабые стороны компании и возможности создания ценности, на которые может обратить внимание инвестор-активист. Во-вторых, обычно полезно бывает выйти на общение, слушать и учиться, но также объяснять собственную стратегию. В-третьих, большим преимуществом может стать возможность полагаться на прочные и глубокие отношения с другими долгосрочными акционерами и заручиться их поддержкой. В случае возникновения конфликта наилучшая стратегия реагирования зависит от обоснования вмешательства и относительной силы, и власти активиста. Если у активиста сильная позиция (например потому, что он владеет значительной долей в компании и его поддерживают другие акционеры) и его аргументы убедительны, компании рекомендуется подчиниться его требованиям и быстро прийти к совместному соглашению. Кроме того, если у активиста и слабые аргументы, и слабая позиция, компании следует искать поддержки у других акционеров и отражать его атаки. Если у инвестора-активиста есть веские аргументы, но слабая позиция, компания может отбиться от его нападков, но все же реализовать какие-то из его предложений. А в случае инвестора-активиста, наделенного властью, выдвигающего невыполнимые или разрушающие ценность предложения, руководству следует искать компромисс и находить оптимальный баланс между внедрением одних, разумных изменений и предотвращением других.

В заключение отметим, что активизм акционеров – это вызов, который, вероятно, будет существовать и далее, и к которому компании должны быть готовы. Наилучшей защитой является разработка корпоративной стратегии, которая бы полностью использовала потенциал компании по созданию ценности и, таким образом, не оставляла места для замечаний активистов, и эффективное донесение ее сути до нынешних и потенциальных инвесторов в формате инвестиционной декларации.

Литература к главе 2

1. Стратегический менеджмент: учебник для вузов. 3-е изд. Стандарт третьего поколения / Под ред. А.Н. Петрова. СПб.: Питер, 2012.
2. Томпсон А.А. мл., Стрикленд Д.Дж. III Стратегический менеджмент. Концепции и ситуации для анализа. 12-е изд. М.: Изд. Дом «Вильямс», 2003.
3. Armstrong C.E., Shimizu K. A review of approaches to empirical resource-based view of the firm // *J Manag.* 2007. № 33 (6): 959–986.
4. Barton D., Manyika J., Williamson S.K. Where long-termism pats off // *Harv Bus Rev.* 2017. 95 (3): 67.
5. Beal D., Eccles R., Hansell G., Lesser R., Unnikrishnan S., Woods W., Yiung D. Total societal impact: a new lens for strategy. BCG Report, 2017.
6. Beckmann P., Heuskel D., Pidun U., Rubner H., Rudolph C., Schwetzler B. The power of diversified companies during crises. BCG Report, 2012.
7. Bennett V.M., Feldman E.R. Make room! Make room! A note on sequential spinoffs and acquisitions // *Strateg Sci2.* 2017. № 2: 100–110.
8. Bower J.L., Paine L.S. The error at the heart of corporate leadership // *Harv Bus Rev.* 2017. № 95 (3): 50–60.
9. Braner M. What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda // *J Manag.* 2006. № 32 (6): 751–785.
10. Bourgeois L.J. Strategy and environment: a conceptual integration // *Academy of Management Review.* 1980. № 5 (1). С. 25–39.
11. Brigl M., Nowotnik P., Pelisari K., Rose J., Zwillenberg P. Private equity: engaging for growth. BCG Report, 2012.
12. Campbell A., Goold M., Alexander M. Corporate strategy: the quest for parenting advantage // *Harv Bus Rev.* 1995. № 73 (2): 120–132.
13. Campbell J.T., Sirmon D.G., Schijven M. Fuzzy logic and the market: a configurational approach to investor perceptions of acquisition announcements // *Acad Manag J.* 2016. № 59 (1): 163–187.

14. Collins J.C., Porras J.L. *Built to last: Successful habits of visionary companies*. Harpet Business, New York, 1994.
15. Crane A., Palazzo G., Spence L.J., Matten D. Contesting the value of “creating shared value” // *Calif Manag Rev*. 2014. № 56 (2): 130–153.
16. Danbolt J., Maciver G. Cross-border versus domestic acquisitions and the impact on shareholder wealth // *J Bus Financ Acc*. 2012. № 39 (7–8): 1028–1067.
17. Das T. K., Teng B.S. Instabilities of strategic alliances: an inrernal tension perspective // *Organ Sci*. 2000. № 11 (1): 77–102.
18. Elkamhi R., Pungaliya R.S., Vijh A.M. What do credit markets tell us about the speed of leverage adjustment? // *Manag Sci*. 2014. № 60 (9): 2269–2290.
19. Flannery M.J., Rangan K.P. Partial adjustment toward target capital structures // *J Financ Econ*. 2006. № 79 (3): 469–506.
20. Fuller K., Netter J., Stegemoller M. What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions // *J Financ*. 2002. № 57 (4): 1763–1793.
21. Gartenberg C., Prat A., Serafeim G. *Corporate purpose and financial performance*. Harvard Business School Working Paper, No, 2016.
22. Gell J., Kengelbach J., Roos A. *The return of the strategist: creating value with M&A in downturns*. BCG Report, 2008.
23. Greenly G.E. *Strategic Management*. Prentice Hall, London, 1989.
24. Haspeslagh P. Portfolio planning: uses and limits // *Harv Bus Rev*. 1982. № 60 (1): 58–73.
25. Haspelagh P. Jemison D. *Managing acquisitions*. Free Press, NY, 1991.
26. Haug J.P., Pidun U., zu Knyphausen-Aufseb D. Cui bono? An empirical investigation into risk benefits of corporate diversification // *Organ*. 2018. № 16 (4): 429–450.
27. Henderson B.D. *The product portfolio*. BCG Perspectives, Boston, MA, 1970.
28. Ikenberry D. Lakonishok J., Vermaelen T. Market underreaction to open market share repurchases // *J Financ Econ*. 1995. № 39 (2): 181–208.
29. Jagannathan M., Stephens C.P., Weisbach M.S. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases // *J Financ Ecom*. 2000. № 57 (3): 355–384.
30. Jensen M. Value maximization, stakeholder thery, and corporate objective function // *J Appl Corp Financ*. 2010. № 22 (1): 32–42.
31. Junni P., Sarala R.M., Taras V., Tarba S.Y. Organizational ambidexterity and performance: a meta-analysis // *Acad Manag Perspect*. 2013. № 27 (4): 299–312.

32. Kappuswamy V., Villalonga B. Does diversification create value in the presence of external financing constraints? Evidence from the 2007–2009 financial crisis // *Manag Sci.* 2016. № 62 (4): 905–923.
33. Kengelbach J., Degen D., Keienburg G., Schmid T., Sievers S. As prices peak, should dealmakers wait for the next downturn? BCG Report, 2018.
34. Kengelbach J., Roos A. Riding the next wave in M&A: where the opportunities to create value? BCG Report, 2011.
35. Khan M., Serafeim G., Yoon A. Corporate sustainability: first evidence on materiality // *Account Rev.* 2016. № 91 (6): 1697–1724.
36. Kim W.C., Mauborgne R. Blue ocean strategy // *Harv Bus Rev.* 2004. № 82 (10): 76–84.
37. King D.R., Dalton D.R., Daily C.M., Covin J.G. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators // *Strateg Manag J.* 2004. № 25 (2): 187–200.
38. Lan L.L., Heracleous L. Rethinking agency theory: the view from law // *Acad Manag Rev.* 2010. № 35 (2): 294–314.
39. Lee D., Kirkpatrick-Husk K., Madhavan R. Diversity in alliance portfolios and performance outcomes: a meta-analysis // *J. Manag.* 2017. № 43 (5): 1472–1497.
40. Loughran R., Ritter J.R. The new issues puzzle // *J Financ.* 1995. № 50 (1): 23–51.
41. Markowitz H.M. Portfolio selection // *J Financ.* 1951. № 7 (1): 77–91.
42. Markowitz H.M. Portfolio selection: efficient diversification of investments. Yale University Press, New Haven, CT, 1959.
43. Meadows D.H., Meadows D.L., Randers J., Behrens W.W. The limits to growth. Potomac Associates, 1972. III.
44. Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // *Am Econ Rev.* 1958. № 48 (3): 261–297.
45. Myers S. The capital structure puzzle // *J Financ.* 1984. № 39(3): 575–592.
46. Nippa M., Pidun U., Rubner H. Corporate portfolio management: appraising four decades of academic research // *Acad Manag Perspect.* 2011. № 25: 50–66.
47. Palich I.E., Cardinal L.B., Miller C.C. Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research // *Strateg Manag J.* 2000. № 21 (2): 155–174.
48. Pidun U. Corporate strategy. Theory practice. Boston Consulting Group, 2019.

49. Pidun U., Kruhler M. Risk-return management of the corporate portfolio // Hommel U., Fabich M., Schellenberg E., Firnkorn L. (eds). *The strategic CFO: creating value in a dynamic market environment* Springer, Heidelberg, 2011.

50. Pidun U., Rubner H., Kruhler M., Untiedt R., Nippa M. Corporate portfolio management: theory and practice // *J Appl Corp Financ*. 2011. № 23 (1): 63–76.

51. Porter M.E., Kramer M.R. Creating shared value // *Hary Bus Rev*. 2011. № 89 (1–2): 62–77.

52. Schilke O., Lumineau F. The double-edged effect of contracts on performance // *J Manag*. 2018. № 44 (7): 2827–2858.

53. Schommer M., Richter A., Karna A. Does the diversification-firm performance relationship change over time? A meta-analytical review // *J Manag stud*. 2019. № 56 (1): 270–298.

54. Teece D.J. Business models, business strategy, and innovation // *Long Range Plan*. 2010. № 43 (2): 172–194.

55. Untiedt R., Nippa M., Pidun U. Corporate portfolio analysis tools revisited assessing causes that may explain their scholarly disdain // *J Manag Rev*. 2012. № 14 (3): 263–279.

56. Vidal E., Mitchell W. Virtuous or vicious cycles? The role of divestitures as a complementary Penrose effect within resource-based theory // *Strateg Manag J*. 2018. № 39 (1): 131–154.

57. Zook C. *Beyond the core*. Harvard Business School Press, Cambridge, MA, 2004.

58. Zook C., Allen J. *Profit the core*. Harvard Business School Press, Cambridge, MA, 2001.

59. Zook C., Allen J. *The founder's mentality*. Harvard Business Review Press, Boston, MA, 2016.

Глава 3. УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ РИСКАМИ

3.1. Теоретические основы процесса управления рисками

К. Кларк и С. Варма (Clarke C.J. and Varma S., 1999) утверждают, что изменения внешней бизнес-среды означают, что выполнение обязательств по отношению к ключевым партнерам является более рискованным и неопределенным, чем это было в прошлом. Управление рисками стало вопросом стратегии, но многие организации пока относятся к нему как к тактической задаче, решаемой поэтапно. В результате они более подвержены возникновению кризисных ситуаций, чем следовало бы.

Управление рисками традиционно входит в сферу ответственности руководства компании. Однако такие факторы, как углубление специализации, рыночная концентрация, глобализация и усиление взаимозависимости между компаниями, несомненно, отразились на том, что считается допустимым риском, а что – нет. Помимо этого, активность средств массовой информации в современном мире оставляет мало возможностей для обучения «по ходу дела» в случае возникновения кризисных явлений. Именно это подталкивает многие компании к более ясному и системному подходу к управлению рисками, с которыми им приходится иметь дело.

При эффективном контроле факторов воздействия, представляющих риск, потенциальное влияние убытков можно сократить, но нельзя исключить полностью. Хотя убытки рано или поздно произойдут, систематическая оценка среды возникновения рисков способна обеспечить готовность организации к наступлению негативных событий и необходимую финансовую защиту от них. Еще одним потенциальным преимуществом является то, что более эффективный контроль рисков позволяет компании участвовать в деятельности, которая в противном случае расценивалась бы как слишком рискованная, а значит, нежелательная.

Универсальный мотив, служащий для многих предприятий стимулом к тому, чтобы осуществлять управление рисками, заключается в следующем: в контролируемой среде возникновения рисков предупреждаются «сюрпризы» и минимизирована общая стоимость рисков, благодаря чему высвобождаются экономические ресурсы для других целей, способствующих созданию ценности.

Управление рисками в общем виде может рассматриваться как непрерывный управленческий процесс, в рамках которого систематически выявляются и оцениваются серьезные факторы воздействия, осуществляется управление ими. Т. Андерсен (Andersen T.J., 2006) описывают данный процесс как последовательность пяти этапов:

- выявление риска;
- оценка риска;
- контроль риска;
- финансирование риска;
- мониторинг риска и отчетность.

Подробное описание каждого из этапов можно найти в книге «Современный стратегический менеджмент» (под ред. А.Н. Петрова. СПб., 2018).

Однако для дальнейшего исследования процесса управления рисками корпорации будет целесообразнее воспользоваться системой РМВОК (1996), позволяющей кратко описывать необходимые процессы применительно к процедуре управления проектами, а именно:

- выявление рисков;
- количественное измерение и анализ рисков;
- реагирование на риски.

В соответствии с системой РМВОК, управление проектными рисками охватывает процессы, связанные с выявлением, анализом проектных рисков и реагированием на них. Она также предусматривает максимизацию результатов позитивных событий и сведение к минимуму последствий негативных событий.

Выявление рисков

Выявление рисков заключается в определении того, какие риски с большей вероятностью повлияют на проект, и документировании характеристик каждого из них. Процесс выявления рисков должен охватывать как внутренние, так и внешние риски. Первоочередные источники рисков, потенциально способные оказать наибольшее воздействие на проект, также следует определить и классифицировать согласно их влиянию на затраты по проекту, календарные графики и цели проекта.

Выявление рисков с использованием информации как за прошедшие, так и за текущий периоды – необходимый шаг на начальном этапе оценки проекта, который следует выполнять прежде, чем будут детально проанализированы и распределены риски. Также критически важно, чтобы оценка рисков осуществлялась на регулярной основе на протяжении всех этапов проекта. Выявление

рисков выполняется аналогичным образом как на корпоративном, так и на более низких уровнях иерархии.

Входные и выходные данные в процессе выявления рисков. Для исследования того, что за собой влечет процесс выявления рисков, следует уделить внимание требованиям к входным данным, а также ожидаемым выходным данным или результатам. Выявление рисков заключается в определении того, какие риски с большей вероятностью повлияют на проект, и документировании характеристик каждого из них. Входные данные для процесса выявления рисков – это:

- описание продукции или услуг;
- другие входные данные, касающиеся планирования, например, структура видов работ, сметы и расчеты времени, требования технических условий;
- информация за прошлые периоды.

Выходные данные – это:

- источники рисков;
- потенциальные рисковые события;
- признаки рисков;
- входные данные для других процессов.

После выявления рисков:

• риски должны быть подвергнуты проверке, в частности, должна быть проверена информация, на которой они основаны, и точность описания их характеристик;

- должны быть рассмотрены варианты реагирования на риски.

Цель выявления рисков заключается в том, чтобы:

• выявить и охватить наиболее значимых участников (заинтересованные стороны) в процессе управления рисками и заложить основу для последующего управления;

• обеспечить стабильную основу, предоставив всю необходимую информацию для проведения анализа рисков;

- выявить компоненты проекта или услуг;
- выявить риски, неотъемлемо присущие проекту или услугам.

Участники процесса управления рисками. Далее, развивая вышеуказанные аспекты, необходимо назначить сферы ответственности за реализацию процесса управления рисками, и это должно быть сделано до того, как начнется выявление рисков.

Какой бы ни была организационная структура, в рамках которой осуществляется процесс управления рисками, она должна быть подкреплена или

активно поддержана руководителями самого высокого уровня; в противном случае не будет доступа к требуемой информации, а организация вряд ли получит преимущества от внедрения соответствующих рекомендаций. Эта проблема решается так же, как и в случае с процессом ценностно-ориентированного управления: назначается сильный и опытный координатор, который председательствует на совещаниях, где выявляются и рассматриваются потенциальные риски. Как правило, участниками процесса выявления рисков являются лица, ответственные за реализацию проекта, и те, кто хорошо владеет коммерческими и техническими аспектами проекта, а также разбирается в рисках, оказывающих противодействие как в рамках организации, так и извне.

Сбор информации и определение проекта. Процесс выявления рисков зависит от информации, которая может либо иметься в наличии, либо отсутствовать. Она может принимать форму обрабатываемых данных за прошлые периоды; обычно это реестры рисков, составленные для предыдущих проектов и видов деятельности, или информация из внешних источников. Чем лучше информационное обеспечение процесса управления рисками, тем более точны результаты. Поэтому определение того, какая информация необходима, где и каким образом она может быть собрана и когда она потребуется, – ключевые составляющие процесса выявления рисков. Они включают в себя следующее:

- сбор имеющейся информации о проекте, включая объем работ, цели и стратегию;
- восполнение пробелов в имеющейся информации для достижения четкого, однозначного, общего понимания проекта.

Выходные данные процесса выявления рисков. В первую очередь результатом данного процесса должно стать составление реестра рисков, с высокой вероятностью способных повлиять на проект. Должно быть разработано полное и обоснованное описание каждого риска, а также первоначальных вариантов реагирования на каждый риск. Ключевой результат – это четкое общее понимание угроз и возможностей, сопряженных с проектом.

Количественное измерение и анализ рисков

Количественное измерение и анализ рисков включает в себя оценку рисков и взаимодействий между рисками с целью получения спектра возможных результатов. Главным образом, это направлено на определение того, какие рискованные события требуют реагирования. Для анализа/количественного измерения рисков, а также в процессе анализа используется целый ряд инструментов и методик, которые будут представлены далее.

Основными выходными данными для процесса количественного измерения и анализа рисков является перечень возможностей, которыми следует воспользоваться, и угроз, требующих внимания. Также в процессе количественного измерения и анализа рисков должны быть задокументированы источники рисков и рисков событий, которые руководящая группа сознательно признает или игнорирует, с указанием лица, принимающего соответствующее решение.

По мнению Р. Давсона (Dawson P.J. et al, 1995), цели, преследуемые при управлении рисками, являются важной составляющей анализа рисков. Цель управления рисками – определить баланс между рисками и возможностями для оказания руководству содействия в реагировании таким образом, чтобы соотношение изменилось в пользу возможностей, а не рисков. Риски и возможности могут представляться иначе, если рассматривать их с точки зрения компании, в противовес более традиционному, «проектному», взгляду. Выявление рисков и возможностей для проекта должно основываться на целях, преследуемых в рамках данной инициативы, а для компании – на целях этой компании. Эти два набора целей различны, однако неразрывно связаны между собой. Цели компании в краткосрочной перспективе могут включать в себя, например расширение опыта в определенном виде деятельности. Между тем делающие это возможным риски, с которыми сталкивается проект, как представляется, могут повлиять на прибыльность проекта и репутацию его руководителя. Соответственно, для осуществления управления рисками необходимо четко определить цели на каждом уровне организации.

Существуют два основных вида методов, используемых в процессе количественного измерения и анализа рисков. Это качественный анализ рисков и количественный анализ рисков.

Качественный анализ рисков заключается в формировании перечня рисков и описания их вероятных последствий. Качественный анализ рисков предусматривает оценку, которая не выражается в числовых значениях. Вместо этого данный вид анализа направлен на описание характера рисков и способствует улучшению понимания рисков. Тем самым аналитики могут посвятить свое время и усилия тем областям, которые наиболее подвержены риску.

Количественный анализ рисков обычно предполагает использование компьютерных моделей с применением статистических данных для выполнения анализа рисков.

На рис. 3.1 показан процесс количественного измерения и анализа рисков.

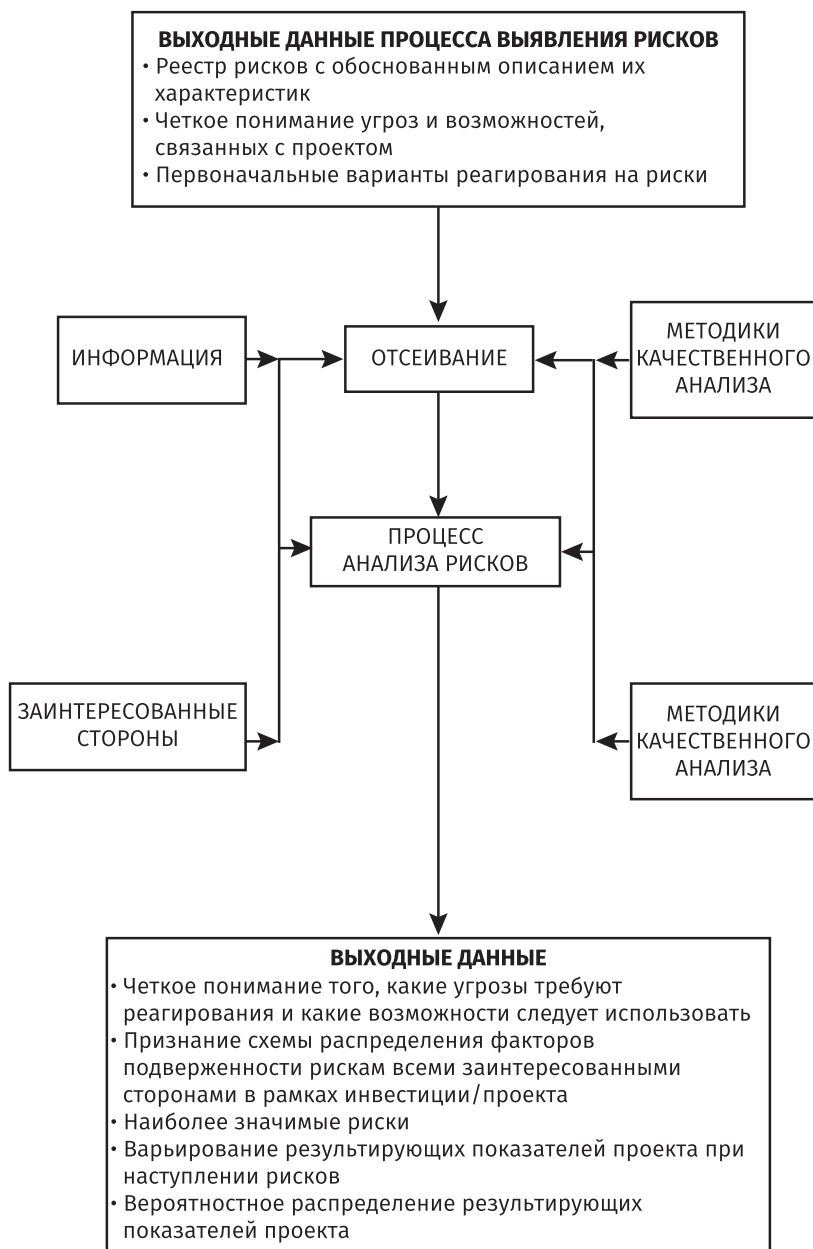


Рис. 3.1. Количественное измерение и анализ рисков

Реагирование на риски

Реагирование на риски предусматривает шаги, направленные на совершенствование использования возможностей и реагирования на угрозы. Способы реагирования на угрозы, как правило, подразделяются на следующие категории.

Исключение риска. Исключение риска означает упразднение определенной угрозы. Это может быть осуществлено либо путем устранения источника риска в рамках проекта, либо путем отказа от проектов или хозяйствующих субъектов, подверженных данному риску.

Дж. Аль-Бахар и К. Кранделл (Al-Bahar J.F. and Crandell K.C., 1990) иллюстрируют второй из указанных вариантов следующим примером: подрядчик желает избежать потерь из-за потенциальной ответственности, связанной с асбестом, и поэтому никогда не приобретает никаких проектов, включающих в себя работы с данным материалом.

Аналогичный сценарий, но на этот раз рассматриваемый с позиции клиента, также может служить примером устранения источника риска в рамках проекта, если риск исключается путем перепроектирования объекта таким образом, чтобы в нем использовался другой материал, отличный от асбеста.

Сокращение риска. Поскольку значимость риска связана как с вероятностью его наступления, так и с воздействием на результат проекта в случае его наступления, сокращение риска может включать в себя либо снижение его вероятности, либо уменьшение его воздействия (или и то, и другое). Например, серьезность травм при падении предметов на строительной площадке может быть сокращена за счет обязательного ношения касок, тогда как внедрение более безопасных методов работы способно уменьшить вероятность падения предметов.

Переуступка риска. Проекты можно рассматривать как инвестиционные пакеты с соответствующими рисками и доходами. Поскольку обычно проектный бизнес предусматривает наличие нескольких заинтересованных сторон, из этого следует, что каждая такая сторона должна «владеть» долей имеющихся рисков для извлечения доходов. Например, если проект включает в себя строительство некоего объекта, часть рисков, связанных с таким строительством, должна быть переуступлена организацией-клиентом подрядчику, выполняющему работы, в частности, завершение проекта в указанный срок. В виде компенсации за данный риск подрядчик ожидает получить вознаграждение. В настоящем пособии распределение договорных рисков подробно не рассматривается, однако фундаментальные аспекты являются одними и

теми же для любых переуступок рисков вне зависимости от средства осуществления таких переуступок.

Иллюстрацией может служить пример соблюдения календарного графика в рамках договора строительства. Сторона, обладающая наибольшим контролем над сроком завершения работ, – это подрядчик, который в силу этого наилучшим образом способен управлять данным риском. Клиент должен быть готов потерять доход, если объект не будет построен к определенной дате. Для смягчения любых подобных потерь клиент включает в договор положение о выплате неустойки, поэтому если строительство затянется и не будет завершено к указанной дате, то подрядчик должен будет компенсировать клиенту понесенные потери. Подрядчик учтет данный риск в своей тендерной заявке и может ожидать, что цена договора будет выше, чем в случае отсутствия такого положения; т. е. лицо, которому передается риск, взимает премию за принятие данного риска. Однако если потеря дохода, по всей вероятности, будет очень значительной для того, чтобы подрядчик мог ее компенсировать, то подобная переуступка риска не имеет большого смысла.

Страхование – распространенная методика переуступки риска, при которой передаются только потенциальные финансовые последствия риска, а не ответственность за управление риском.

Финансовые рынки предоставляют множество инструментов для переуступки рисков в форме «хеджирования». Наилучшей иллюстрацией может служить такой пример: колебание цены на входе может быть «хеджировано» посредством приобретения фьючерсных опционов, с тем чтобы в случае повышения фьючерсных цен опционы (ниже текущей рыночной стоимости) смягчали бы данное воздействие. Как следствие, преимущества от повышения цен сокращаются на сумму фьючерсных опционов. Опционы, фьючерсы, фьючерсные опционы, свопы, установление верхнего и нижнего предела процентного коридора – вот лишь некоторые инструменты, служащие для покрытия такого риска.

В сущности, переуступка риска – это процесс передачи риска другому участнику проекта. Переуступка риска не исключает и не сокращает уровень критичности риска, а лишь перекладывает на других лиц бремя несения риска. В этой связи Р. Фланаган и Г. Норман (Flanagan R. and Norman G., 1993) отмечают: «Переуступка риска не сокращает уровень критичности самого этого риска, а только переводит его на другую сторону. В некоторых случаях переуступка может значительно увеличить риск, потому что сторона, которой он передается, может не владеть информацией о риске, который ее просят принять на себя».

Поэтому при принятии решений относительно переуступки рисков следует учесть несколько факторов. Кто наилучшим образом может справиться с рисками в случае их материализации? Каковы затраты/выгоды, связанные с переуступкой риска, по сравнению с внутренним управлением риском?

Удержание риска. Риски могут удерживаться преднамеренно или непреднамеренно. Последнее происходит в результате ненадлежащего исполнения какого-либо одного или обоих из двух первых этапов процесса управления рисками, а именно: выявления и анализа рисков. Если риск не выявлен или если его потенциальные последствия недооценены, то маловероятно, чтобы организация осознанно исключила или сократила его либо переуступила риск надлежащим образом.

В случае планируемого удержания риска происходит полное или частичное принятие на себя потенциального воздействия риска. Как отмечено выше, существует такая взаимосвязь между риском и доходом, при которой, не будучи подверженным никаким рискам, предприятие не может ожидать получения вознаграждения. В идеале удерживаемые риски должны быть связаны с основной деятельностью организации по созданию добавленной стоимости (таким риском, управлять которым организация может наилучшим образом), а также это могут быть риски, с которыми организация справляется более экономически эффективно, чем внешние стороны (поскольку переуступка и исключение риска с необходимостью предусматривают выплату премии). Наконец, сокращение риска может быть экономически эффективным лишь до определенного момента, после которого оно более затратно, чем выгодно.

Выбор вариантов реагирования на риски

На данном этапе процесса управления рисками исследуются альтернативные варианты реагирования на риски в случае с более значительными рисками. Требуется рассмотреть и внедрить для каждого риска на этом этапе положение о финансировании рисков или мерах по контролю рисков (или и то, и другое).

Выходные данные процесса реагирования на риски

Каждый значительный риск должен быть рассмотрен с точки зрения того, к какой из сторон проекта он относится и какие варианты реагирования на риск подходят для того, чтобы справиться с ним. Далее необходимо выбрать наиболее подходящий вариант или варианты реагирования на риск в соответствии с политикой управления корпоративными рисками и, соответственно, стратегией или стратегиями реагирования. На рис. 3.2 проиллюстрирован процесс реагирования на риски.

Управление рисками в рамках жизненного цикла проекта

Управление рисками – это не отдельно взятая деятельность, а динамический процесс, который непрерывно совершенствуется за счет повторения в течение жизненного цикла проекта. Как отмечается в работе РМВОК (1996), каждый из основных процессов управления рисками осуществляется, по меньшей мере, один раз на каждом этапе проекта (проекты делятся на несколько этапов, которые в совокупности называют «жизненным циклом проекта»). В работах П. Томпсона и Дж. Перри (Thompson P.A. and Perry J.G., 1992), а также П. Симона (Simon P. et al., 1997) подтверждается непрерывное применение управления рисками в течение жизненного цикла проекта; при этом в первой из указанных работ приводится соображение о том, что оно «представляет наибольшую ценность на начальной стадии предполагаемого проекта, когда все еще имеет место гибкость в проектировании и планировании для рассмотрения того, каким образом можно исключить серьезные риски».

Р. Чапман (Chapman R., 1998) также обращается к вопросу о применении процесса управления рисками на более ранней или более поздней стадии жизненного цикла проекта. Согласно его предположению, хотя более раннее внедрение данного процесса принесет больше преимуществ, недостаточное определение проекта на данном этапе затруднит реализацию процесса управления рисками, ограничит возможности количественного измерения, сделает данный процесс менее формальным, менее тактическим и более стратегическим.

Напротив, на этапе более точного определения проекта, когда его реализация упрощена, он обеспечивает меньше преимуществ.

В свете вышесказанного первоначальное внедрение процесса управления рисками на начальной стадии проекта должно не только упростить принятие решений относительно оценки, но и рассматриваться в качестве первого цикла процесса управления рисками в рамках жизненного цикла проекта.

Задачи и преимущества управления рисками

Задача управления рисками заключается не в том, чтобы создать проект или предприятие, которые были бы полностью избавлены от рисков (никакая инициатива вне зависимости от ее масштаба и сложности не лишена рисков), а в том, чтобы информировать заинтересованные стороны (стейкхолдеры) о рисках, как негативных, так и позитивных, содействовать им в принятии хорошо просчитанных рисков и эффективно управлять рисками. Поскольку это необходимо на каждом этапе проекта, от определения до внедрения и эксплуатации, управление рисками должно использоваться на каждом из этих этапов.



Рис. 3.2. Процесс реагирования на риски

По мнению К. Чапмана и С. Варда (Chapman C.B. and Ward S.C., 1997), управление рисками обеспечивает следующие преимущества:

- риски, связанные с проектом или коммерческой деятельностью, определяются четко и до их начала;
- управленческие решения подкрепляются тщательным анализом имеющихся данных. Обеспечивается возможность более надежных оценок;
- совершенствуется проектное и бизнес-планирование благодаря ответу на вопросы «Что, если...?» с использованием воображаемых сценариев;
- определение и структура проекта или коммерческой деятельности подвергается непрерывному и объективному мониторингу;
- составляются альтернативные планы и соответствующие планы действий в нестандартных ситуациях, рассматривается управление ими в рамках реагирования на риски;
- генерируются воображаемые варианты реагирования на риски;
- составляется статистический профиль рисков за прошлые периоды, что позволяет совершенствовать моделирование будущих проектов.

Преимущества управления рисками также могут проявляться в следующем:

- вопросы, связанные с проектом или коммерческой деятельностью, прояснены, понятны и разрешены с момента запуска проекта;
- решения подкрепляются тщательным анализом имеющихся данных;
- структура и определение проекта или коммерческой деятельности подвергается непрерывному и объективному мониторингу;
- планирование действий в нестандартных ситуациях позволяет оперативным, контролируемым и заблаговременно оцененным образом реагировать на риски, которые могут материализоваться;
- более четкие определения конкретных рисков связаны с проектом или коммерческой деятельностью;
- составляется статистический профиль рисков за прошлые периоды, что позволяет лучше моделировать будущие проекты и инвестиции.

Управление рисками требует принятия факта существования неопределенности, применения мыслительного процесса с задействованием изобретательности и воображения, а также реалистичного отношения со стороны руководства к оценке возможных рисков. Поскольку анализ рисков является составной частью управления рисками, он позволяет руководителю проекта или коммерческому директору предвидеть и, следовательно, контролировать будущие события (с реагированием на риски) и не быть застигнутыми врасплох наступлением уже выявленных рисков. Следует подчеркнуть, что необходимой предпосылкой для анализа рисков служит наличие реалистичных

исходных данных (реалистичных допущений) относительно расходов, доходов, длительности и качества. Если анализ рисков основывается на нереалистичных исходных данных (обычно исходные данные при технико-экономическом обосновании слишком оптимистичны), то получаемые результаты не только являются нереалистичными экономическими параметрами, но и способны ввести в заблуждение как инвесторов, так и руководителей проектов и коммерческих директоров за счет придания (нереалистичным) исходным данным своего рода научного обоснования.

Бенефициары процесса управления рисками

В 1991 г. Ассоциация по управлению проектами (англ. Association for Project Management, APM) учредила специальную группу по направлению (SIG) управления рисками для проведения исследования среди специалистов-практиков с тем, чтобы выявить бенефициаров внедрения управления рисками. Результаты были опубликованы данной организацией в марте 1992 г. в мини-руководстве по анализу проектных рисков и управлению ими (Project Risk Analysis and Management, PRAM) (Simon P. et al., 1997). Бенефициарами являются:

- организация (корпорация и стратегическая бизнес-единица) и ее руководители высшего звена, для которых знание рисков, сопряженных с предлагаемыми проектами, важно при рассмотрении вопроса об утверждении расходов на капиталовложения и сметы капиталовложений;
- клиенты, как внутренние, так и внешние, поскольку они с большей вероятностью получают то, чего они хотят, когда они хотят и по приемлемой для них цене;
- руководители проектов, которые желают повысить качество своей работы, в частности, обеспечить соблюдение проектной сметы, завершить проект в срок и с необходимым уровнем результативности.

Бенефициары управления рисками присутствуют не только на проектном уровне, но и на корпоративном и стратегическом уровнях, а также среди заинтересованных сторон.

Потенциальные преимущества от внедрения управления рисками можно условно разделить на два типа, они перечислены в табл. 3.1.

1. «Твердые» преимущества: планы действий в нештатных ситуациях, решения, контрольная статистика и т. п.

2. «Мягкие» преимущества: вопросы, связанные с человеческими ресурсами.

Таблица 3.1

«Твердые» и «мягкие» преимущества управления рисками
(Newland K.E., 1992; Simister S.J., 1994)

«Твердые» преимущества	«Мягкие» преимущества
<p>Позволяет на основе более полной информации составлять более достоверные планы, календарные графики и сметы</p> <p>Повышает вероятность соответствия проекта планам</p> <p>Обеспечивает использование наиболее подходящего вида договора</p> <p>Позволяет проводить более содержательную оценку нештатных ситуаций</p> <p>Предотвращает принятие финансово необоснованных проектов</p> <p>Способствует формированию статистической информации для содействия более эффективному управлению будущими проектами</p> <p>Позволяет более эффективно сравнивать альтернативы</p> <p>Позволяет выявить лучшего владельца риска и перераспределить на него ответственность</p>	<p>Улучшает корпоративный опыт и общую коммуникацию</p> <p>Ведет к достижению общего понимания и повышению командного духа</p> <p>Способствует различению удачного стечения обстоятельств/успешного управления и плохого стечения обстоятельств/неудовлетворительного управления</p> <p>Способствует развитию среди персонала навыков оценки рисков</p> <p>Концентрирует внимание руководства на реальных и наиболее важных проблемах</p> <p>Способствует принятию большего риска, тем самым, повышая извлекаемые преимущества</p> <p>Демонстрирует заказчикам ответственный подход</p> <p>Обеспечивает свежий взгляд на проблемы, связанные с персоналом, в рамках проекта</p>

Табл. 3.2 иллюстрирует различия во взглядах, которых придерживаются ученые и руководители-практики относительно рисков и управления ими. Традиционно риск рассматривается как угроза для промышленной деятельности, тогда как точка зрения ученых заключается в том, что риск несет как угрозы, так и возможности и заслуживает более подробного рассмотрения, на основе которого могут разрабатываться стратегии и непрерывно применяться принципы управления рисками.

Любая организация, безразлично относящаяся к управлению значительными рисками, с которыми она сталкивается, неминуемо потерпит неудачу. Управление рисками можно расценивать как устойчивость предприятия в определенных условиях. В прошлом неудачи крупных корпораций были обусловлены неверной оценкой рисков или тем, что она не была учтена.

П. Рейчманн (Reichmann P., 1999) пишет: *Один из самых важных уроков, который я когда-либо для себя извлек, но который я не выучил достаточно рано, заключается в том, что управление рисками – пожалуй, самая важная составляющая лидерства в бизнесе.*

Однако организациям следует быть прагматичными. Управление рисками подразумевает смягчение, а не устранение рисков, поэтому Совет директоров и стратегические бизнес-единицы (СБЕ) несут полную ответственность за риски.

Для эффективного управления рисками организациям необходимо иметь стратегии превентивных действий и реагирования. Стратегии превентивных действий служат для того, чтобы содействовать организациям в понимании значительных рисков, с которыми те могут столкнуться, и управлять такими рисками, сводя их к приемлемым уровням. Стратегии реагирования необходимо разрабатывать для того, чтобы организации могли реагировать на те риски, которые выкристаллизовываются, несмотря на предпринимае-

Таблица 3.2

Взгляды ученых и руководителей-практиков относительно рисков и управления ими (Merna et al., 2008)

Точка зрения ученых	Точка зрения руководителей-практиков
Риск определяется в виде возможных результатов и вариативности	Риск, определяемый как потенциальное ухудшение ситуации в ходе деятельности
Риск может быть просчитан и учтен в ожидаемом результате деятельности	Опыт и интуиция ценятся выше, чем математические модели и «ожидаемые результаты»
Риск – ключевой элемент стратегического управления	В целом не уделяется должного внимания в управленческой практике
Считается, что управление рисками последовательно применяется	В сферах коммерческой деятельности применяются различные стратегии управления рисками в зависимости от стратегического значения
Риск – это объективная мера	Факторы риска подлежат интерпретации и интуитивному восприятию. Окончательный результат, вероятно, определяет качество решения; плохой результат говорит о том, что изначально была совершена ошибка

мые ими усилия, в целях сокращения воздействия таких рисков, насколько это возможно.

Внедрение управления рисками

Управление рисками нельзя просто внедрить в организации в одночасье. Необходимо предпринять для внедрения управления рисками в культуру организации серию мероприятий (Современный стратегический менеджмент, 2018):

- *выявление рисков*: выявление на регулярной основе рисков, с которыми сталкивается организация. Это может осуществляться посредством совещаний рабочих групп, собеседований или анкетирования. Конкретный метод не важен, но фактическое выполнение данного этапа имеет критическое значение;

- *оценка/измерение рисков*: как только риски выявлены, важно понять их масштаб. Обычно это делается на приближенно-количественной основе. Опять же, метод не имеет значения, однако организациям следует измерять вероятность наступления события и его воздействие с точки зрения как имиджа и репутации, так и финансового влияния;

- *понимание того, каким образом осуществляется управление рисками в настоящее время*: важно структурированно описать, каким образом осуществляется управление рисками в настоящее время, и определить, отвечает ли это или нет стратегии организации в области управления рисками;

- *составление отчетности по рискам*: создание протоколов-отчетов и обеспечение того, чтобы люди следовали таким протоколам, критически важно для процесса;

- *мониторинг рисков*: необходимо осуществлять мониторинг рисков для обеспечения того, чтобы управление критическими рисками осуществлялось с наибольшей эффективностью, а менее критические риски не становились критическими.

План управления рисками

План управления рисками (ПУР) служит основой всех действий, предпринимаемых в сфере управления рисками, а также других связанных с рисками действий на корпоративном, стратегическом и проектном уровнях. Исходя из выводов, полученных в результате проведенного анкетирования (Merna T., 2002), в содержание такого плана может входить следующее:

- распределение обязанностей по управлению рисками;
- политика в области корпоративного управления рисками;
- документация, в которой отражено выявление рисков: реестр рисков, первоначальные варианты реагирования;

- результаты анализа рисков: распределение подверженности рискам в рамках проекта, наиболее значительные риски, варьирование результирующих показателей проекта при наступлении рисков, вероятностное распределение результирующих показателей проекта;

- выбранные варианты реагирования на риски: распределение рисков между сторонами – участниками проекта, средства обеспечения, осуществление закупок и договорные отношения в связи с рисками, планами действий в нештатных ситуациях, страхование и иные механизмы переуступок;

- мониторинг и контроль: сравнение фактических и ожидаемых случаев наступления рисков, контроль проекта с точки зрения ПУР;

- поддержание системы управления рисками: измерения для актуализации и непрерывного поддержания ПУР, его совершенствование;

- оценка: фиксация информации о рисках для последующих циклов ПУР в рамках проекта и для будущих проектов.

Б. Фрасер (Fraser B.W., 2003) акцентирует внимание на ряде ключевых рекомендаций, являющихся фундаментальными для разработки успешной системы управления рисками (СУР):

- требуется поддержка программы и руководство ею со стороны руководителей высшего звена управления;

- СУР требует изменений культурного и поведенческого характера;

- руководители оперативного уровня и владельцы бизнеса должны взять на себя ответственность за программу и придерживаться ее;

- необходимо наличие формальной структуры и концептуальных рамок: подход должен быть прозрачным; когда происходит выявление рисков и их приоритизация, соответствующая информация должна распространяться всеобъемлюще.

Ответственность за исполнение и риски

Управление рисками само по себе сопряжено с рисками. Любая компания, внедряющая неподходящий подход к рискам, сталкивается с опасностью нанести серьезный урон своей коммерческой деятельности. Важно, чтобы компании понимали: управление рисками – это не что-то дополнительное и вторичное, а неотъемлемая составляющая коммерческой деятельности. Обычно управление рисками является частью интегрированной системы управления наряду с обеспечением качества, планированием, управлением охраной труда, управлением изменениями. В условиях конкурентной экономики получение прибыли является результатом успешного принятия на себя рисков. Если вы не берете на себя большой риск, то вы не получите

крупное вознаграждение. При принятии «надлежащего опыта» на каждом организационном уровне многие из рисков, проистекающих из применения неудовлетворительного опыта, будут смягчены. Компаниям следует внедрять любые необходимые изменения таким образом, чтобы это отражало потребности их коммерческой деятельности и учитывало ситуацию на их рынке. Если и когда компании совершают подобные изменения, им следует осознавать, что они совершенствуют управление рисками и тем самым получают преимущество, которое оправдывает любые затраты.

Риск по своей природе одновременно имеет как позитивные, так и негативные стороны. Эффективное управление рисками в той же мере заключается в слежении за тем, чтобы не упустить выгодные возможности, как и в обеспечении того, чтобы не брать на себя неподходящие риски. Некоторые компании в большей степени, чем другие, стараются избегать риска. Однако всем следует стремиться к достижению баланса между поощрением духа предпринимательства в своей коммерческой деятельности и эффективным управлением рисками.

Чтобы компания могла определить, какие риски она на себя берет, а какие она не готова принять, она, прежде всего, должна определить свои долгосрочные цели. Одним компаниям намного лучше, чем другим, удается в лаконичной, но при этом в рабочей форме определить, в чем заключается суть их бизнеса. Определившись со своими целями, компания не должна стремиться выявить, например, 1001 риск. Советам директоров как на корпоративном, так и на других уровнях следует сосредоточиться на том, что они расценивают в качестве своих основных коммерческих рисков. Т. Мерна и Ф. Тхери полагают, что разумно сконцентрироваться на управлении 15–25 рисками, вызывающими беспокойство (Современный стратегический менеджмент, 2018). Эти риски будут зависеть от отрасли и конкретных обстоятельств, стоящих перед компанией и реализуемыми ею проектами в любой данный момент времени.

При оценке рисков, с которыми сталкивается организация, важно иметь полную поддержку со стороны правления, члены которого осознавали бы важность управления рисками и понимали бы его преимущества. Правление должно получать регулярные отчеты от руководства, чтобы его члены были в полной мере осведомлены о выявленных рисках и о рисках, которые дают о себе знать по мере поступления большего объема информации. Существует опасность, что в случае, если риску не будет уделено комплексное внимание со стороны правления, то более крупные риски, с трудом поддающиеся определению, например риски, угрожающие корпоративной репутации, не будут

учтены должным образом. Они могут быть частично учтены в каждом из принимаемых организацией решений, однако будут оставлены пробелы либо таким рискам не будет уделено внимания вовсе. Данные (Merna T., 2002) показывают, что в прошлом некоторые компании придерживались слишком узкого подхода к управлению рисками. Тогда управление рисками попросту сводилось к страхованию. Однако компаниям следует остановиться и задаться вопросами:

- придерживаемся ли мы комплексного подхода к управлению рисками;
- как осуществляется покрытие рисков: посредством страхования, внутреннего аудита или просто этот вопрос оставлен на произвол судьбы?

Как и в случае с любым процессом, результат напрямую зависит от исходных данных. Если в организации нет эффективных систем выявления и приоритизации рисков, существует опасность, что система управления в такой организации будет выстроена на очень непрочном фундаменте.

Наличие эффективной системы означает, что люди на всех уровнях, в различных подразделениях организации вовлечены в процесс определения основных рисков. Если этого не делается, возникает опасность того, что существующая в организации система управления рисками (СУР) будет не больше, чем восходящим процессом, в рамках которого задействовано множество независимо работающих людей, в результате чего агрегируемые идеи мало что приносят. На другом полюсе – прямо противоположное. Если выявление и приоритизация рисков осуществляются на уровне высшего руководства одним человеком или группой людей, они могут упустить из виду некоторые очень важные, имеющие стратегическое значение коммерческие, проектные и операциональные риски. В конечном счете это не должно сводиться к выбору восходящего или нисходящего подхода. Необходимо достичь комбинации обоих этих подходов.

3.2. Основные принципы корпоративного управления рисками

Изложение предлагаемого методического подхода к корпоративному управлению рисками начнем с некоторого набора утверждений.

1. Искусство управления рисками включает в себя выявление специфических для организации рисков и надлежащее реагирование на них. Управление рисками – формализованный процесс, предусматривающий выявление, оценку рисков, планирование и управление ими.

2. Все уровни организационной структуры должны быть задействованы в процессе управления рисками для обеспечения его эффективности. К этим

уровням обычно относят корпоративный (определение политики), стратегический (направления бизнеса) и проектный. При управлении рисками необходимо учитывать взаимодействие между этими уровнями и отражать процессы, которые позволяют этим уровням осуществлять коммуникацию друг с другом и учиться друг у друга.

3. Цель управления рисками включает три составляющие. Во-первых, нужно выявить риск и выполнить объективный анализ рисков, специфических для данной организации; затем необходимо отреагировать на риски подходящим и эффективным способом. Данные стадии предполагают возможность оценки среды (как внутренней, так и внешней), а также оценки того, каким образом любые изменения в этой среде отразятся на конкретном проекте или на портфеле проектов.

Высказанные выше утверждения предполагают наличие определенных теоретических принципов (постулатов), которые помогут в дальнейшем данные утверждения реализовать.

Постулат 1.

Корпорация в нашем случае рассматривается как хозяйствующий субъект, реализующий в своей деятельности совокупность (систему) отдельных и взаимосвязанных проектов.

Это означает, что теоретической базой корпоративного управления рисков в данном случае выступает так называемая портфельная теория.

Портфелем можно считать любой набор инвестиций, осуществленных частным лицом или организацией.

Инвесторы распределяют риски за счет осуществления множества инвестиций вместо того, чтобы «складывать все яйца в одну корзину», делая только одну инвестицию. Именно этот принцип лежит в основе портфельной теории (Rahman T., 1997). За счет дробления общего объема инвестиций на небольшие инвестиционные пакеты, которые подвержены различным рискам, сокращается уровень подверженности любому одному отдельно взятому риску. В журнале *The Economist* (1998) со ссылкой на банковский сектор приводится такое пояснение идеи, лежащей в основе портфельной теории: *Если маловероятно, чтобы различные активы одновременно подверглись воздействию, или если снижение стоимости одних активов уравнивается за счет роста стоимости других, то общие риски банка могут быть низкими, даже если потенциальные убытки по каждому отдельному классу активов велики.*

Стратегическая бизнес-единица (СБЕ) подвержена тем же самым рискам, что и банк, о котором идет речь выше. Некоторые проекты приносят прибыль,

другие достигают уровня самоокупаемости, третьи оказываются убыточными. Если прибыль СБЕ превышает ее убытки, то она считается прибыльной.

Задолго до появления современной теории портфеля Эрасмус (1467–1536) советовал: *Не доверяйте все ваши товары одному кораблю* (Merna T. et al., 2008).

В сфере анализа финансовых рынков в гораздо большей степени, чем в других областях инвестиционного менеджмента, были предприняты значительные исследования, посвященные количественному измерению сокращения рисков в результате диверсификации портфелей и определению оптимального распределения финансовых средств инвестора между доступными активами. Соответствующие математические модели и лежащие в их основе допущения, и теории обобщенно называют современной теорией портфеля (Iverson D., 2013). Важные отличия между современной теорией портфеля и портфельной теорией заключаются в том, что первая акцентирует внимание на количественном определении переменных, а также почти исключительно применяется к инвестициям на финансовых рынках.

В 1950-х годах американский экономист Гарри Маркович выдвинул гипотезу о том, что «при любом заданном уровне риска рациональный инвестор выберет максимальный ожидаемый доход, и наоборот, при любом заданном уровне ожидаемого дохода рациональный инвестор выберет минимальный риск». Данная гипотеза представляется очевидной, но влечет ряд следствий:

- измерение риска (которое прежде игнорировалось) имеет ключевое значение для принятия инвестиционных решений (Dobins R., 1994);
- существует прямая взаимосвязь между рисками и доходами.

Портфельный анализ включает в себя ряд методик, которые обычно используются специалистами по стратегическому планированию в целях интеграции и стратегического управления рядом дочерних предприятий, как правило, осуществляющих свою деятельность в разных отраслях и формирующих единую корпорацию (Langford D. and Male S., 2001).

Чем крупнее бизнес, тем более велика вероятность наличия нескольких СБЕ, которые нуждаются в интеграции и стратегическом управлении. Можно предположить, что основным способом решения данной задачи является портфельный анализ. Его использование в основном обсуждается применительно к крупным, диверсифицированным организациям, которым необходимо принимать во внимание множество различных предприятий, направлений коммерческой деятельности или СБЕ с учетом различных продуктов или услуг, реализуемых на рынке или находящихся на стадии разработки. С целью

обеспечения структуры и последующей выработки руководящих указаний для принятия решений в подобных условиях был разработан ряд различных методик (Основы портфельного управления / Под ред. А.Н. Петрова. СПб., 2020).

Портфельное управление обуславливает потребность в трех фундаментальных характеристиках стратегического позиционирования продукции или СБЕ (McNamee P.V., 1985):

- 1) темпы рыночного роста;
- 2) относительная доля рынка по сравнению с лидером рынка;
- 3) доходы, которые приносит реализация этой продукции или деятельность этой СБЕ.

Методики портфельного управления могут применяться на корпоративном уровне, к конечной продукции, а также к управлению многопроектными стратегиями (Современный стратегический менеджмент, 2018). Проработка сценариев позволяет специалистам в области стратегического планирования рассматривать альтернативные варианты будущего развития событий с помощью экономического прогнозирования, предсказания или выявления возможных точек разрыва. Анализ перекрестного воздействия также помогает проработать сценарии благодаря изучению интенсивности воздействия событий, которая либо не связана с конкретной ситуацией, либо способствует наступлению события. Однако для того, чтобы проработка сценариев себя оправдывала, она должна быть достоверной, полезной и понятной для руководителей.

Пример портфельного анализа приводится в работе И. Витта. Он проанализировал пять инвестиционных сценариев и выявил связанные с ними основные риски глобального характера (Witt E., 1999). В рамках данного исследования были рассмотрены следующие инвестиционные сценарии:

- платный автодорожный мост по концессионному соглашению (строительство);
- супермаркет (розничная торговля);
- футбольная команда (досуг);
- коммерческая собственность (недвижимость);
- медь (сырьевые товары).

Собранная информация затем была обработана в рамках оценки и механизма формирования портфеля. В табл. 3.3 показаны инвестиционные и общие риски на основе исследования, которое провел И. Витт.

Чтобы достичь лидерства в рамках каждого проекта и каждой сферы специализации, задействованной в том или ином проекте, организации и госу-

Инвестиционные риски и их описание (Witt E., 1999)

Категория рисков	Описание рисков	Общие воспринимаемые риски
Дорожный мост		
Окружающая среда	Группы влияния	
Политические	Законодательство, регулирующее эксплуатацию транспортных средств	
Правовые	Разрешение споров	
Коммерческие	Изменения в уровне спроса на объект	Средние
Коммерческие	Инфляция	
Коммерческие	Конкуренция со стороны других объектов	
Коммерческие	Процентные ставки	
Розничная торговля		
Правовые	Изменения в нормативной базе	
Правовые	Изменения стандартов и специализации	
Коммерческие	Эскалация расходов	Средние
Коммерческие	Конкуренция	
Коммерческие	Качество услуг	
Футбольная команда		
Правовые	Ответственность третьих сторон	
Коммерческие	Конкуренция/результативность	
Коммерческие	Спонсорские/телевизионные права	
Иное	Поддержка	Высокие
Другое	Травмы	
Другое	Управление	
Коммерческая недвижимость		
Правовые	Изменения в законодательстве в области имущественных прав	
Правовые	Изменения стандартов и специализации	
Коммерческие	Конкуренция в сфере предоставления офисных площадей	
Коммерческие	Спрос на офисные площади	Средние
Коммерческие	Рецессия	
Коммерческие	Процентные ставки	
Коммерческие	Инфляция	
Другое	Местоположение	
Медь		
Окружающая среда	Воздействие горной добычи и обработки на окружающую среду	
Политические	Политическая стабильность в странах-производителях	
Политические	Соглашения о разработке между странами-производителями	
Коммерческие	Спрос	
Коммерческие	(Мировая) рецессия	Высокие
Коммерческие	(Мировые) процентные ставки	
Коммерческие	Валютные курсы	
Коммерческие	Поставка	

дарственные органы выработали то, что принято называть матричными системами управления, которыми предусмотрены отдельные роли для руководителей функциональных направлений и руководителей проектов (Smith N., 1995).

На рис. 3.3 показан пример того, как ресурсы трех отделов распределяются между тремя проектами.

Матричные системы позволяют задействовать руководителей с различными компетенциями и знаниями на руководящих позициях двух видов, при этом руководители проектов и руководители специализированных направлений должны теоретически влиять на принятие решений.

Матричные системы позволяют прорабатывать общие цели и приоритеты для проектов с согласованным количеством и качеством ресурсов. При этом они не обязательно позволяют избежать конфликтов относительно вышперечисленного. Как показывают примеры, их успех зависит от следующего:

- осуществление руководством контроля над ресурсами;
- индивидуальные навыки и знания руководителя проекта;
- совместное планирование и принятие решений относительно расстановки приоритетов.

Согласно определению Ф. Хасемзаде и Н. Арчер (Ghasemzadeh and Archer N.P., 2000), выбор портфеля – это периодическая деятельность, связанная с выбором портфеля проектов, который бы отвечал заявленным целям

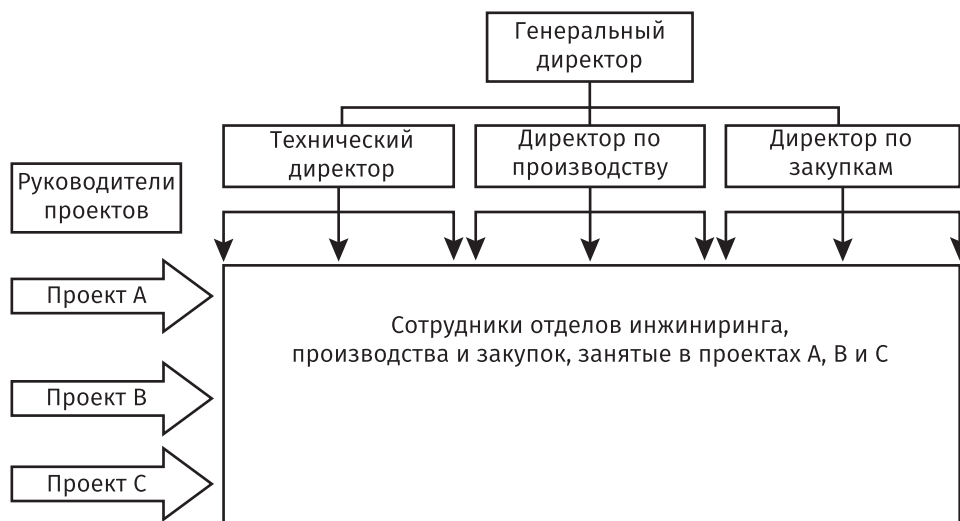


Рис. 3.3. Матричное управление ресурсами отдела (Smith N.J., 1999)

организации без превышения доступных ресурсов или нарушения других ограничений. Орган корпоративного управления может рассматривать свои СБЕ как часть бизнес-портфеля, и аналогичным образом СБЕ может рассматривать свои проекты в качестве портфеля инвестиций.

С учетом целей инвестиционной деятельности и инвестиционной политики инвестор должен выработать так называемую «портфельную стратегию». Портфельные стратегии можно условно разделить на стратегии пассивных и активных портфелей.

Активная портфельная стратегия предусматривает использование доступной информации и методик прогнозирования для обеспечения лучшей результативности, чем в случае простой широкой диверсификации портфеля. Для всех активных стратегий чрезвычайно важны ожидания в отношении факторов, которые влияют на результативность того или иного класса активов. Например, прогнозы в отношении акций могут включать в себя прибыль, дивиденды или соотношение цены к прибыли (Fabozzi F.J., 2002).

Пассивный портфель предусматривает минимальные данные относительно ожиданий и вместо этого основан на диверсификации, которая бы обеспечила соответствие показателям того или иного индекса. Фактически пассивная стратегия предполагает, что в условиях свободного рынка вся доступная информация будет отражаться в цене, уплачиваемой за ценные бумаги.

Выбор активной или пассивной стратегии зависит от мнения инвесторов о том, насколько эффективным является рыночное ценообразование, а также от уровня приемлемого для инвесторов риска.

В современных условиях волатильной деловой среды чрезвычайно важно понимать риски, сопряженные с конкретным проектом. В деловом мире широко распространено мнение о том, что отсутствие рисков ведет к отсутствию доходов. Все проекты сопряжены с риском – проект с нулевым риском не стоит того, чтобы его реализовывать. Общеизвестно, что инвестиционные проекты/программы, которые, вероятно, обеспечат наибольшую рентабельность задействованного капитала, в силу фундаментальных факторов подвержены большим рискам, как показано на рис. 3.4.

Поэтому для максимизации рентабельности задействованного капитала (ROCE) необходимо принять на себя риски в условиях, когда последствия того или иного соотношения рисков/доходов становятся все более неопределенными. Поэтому успешными предприятиями и портфелями являются те, где, вероятнее всего, действуют эффективные процессы и практика управления рисками, обеспечивающие оптимальный баланс между рисками и доходами, как показано на рис. 3.5.

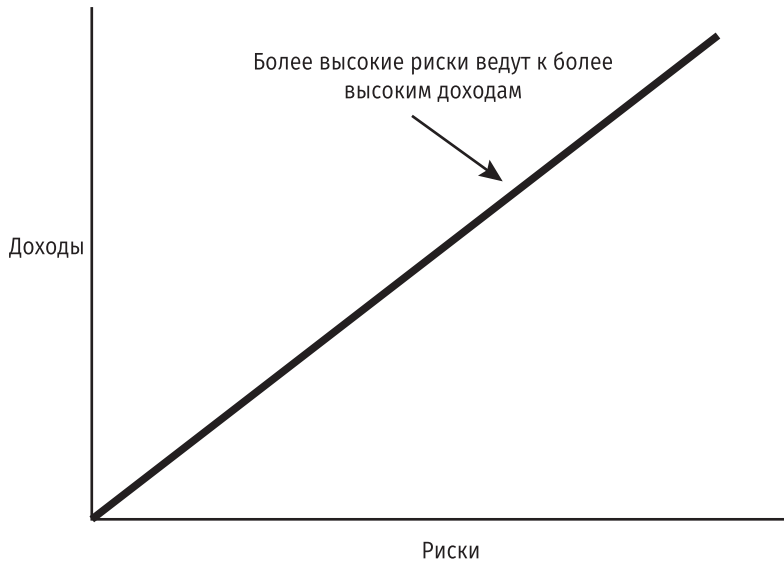


Рис. 3.4. Типовой профиль рисков/доходов



Рис. 3.5. Профиль доходности/рисков с поправкой на риски (Pressinger С., 2005)

Компания в *Зоне 1* не берет на себя достаточные риски, и ее капитал недоиспользован. Такой компании будет рекомендовано повысить уровень риска за счет наращивания или приобретения активов либо сократить размер капитала, увеличив дивиденды. В *Зоне 3* компания принимает на себя слишком много рисков. Такой уровень рисков находится за гранью ее возможностей абсорбировать риски с точки зрения управления капиталом и/или рисками. В *Зоне 2* компании удалось найти оптимальный портфель – «золотую середину» – с оптимальным соотношением рисков и рентабельности задействованного капитала.

Эффективным является такой портфель, который обеспечивает самый высокий ожидаемый доход при данном уровне рисков или, что то же самое, самый низкий уровень риска при данном ожидаемом доходе (Fabozzi F.J. and Markowitz H.M., 2002).

Индексирование проектов – популярная пассивная стратегия. При этом формируется портфель, который претендует на соответствие показателям индекса. Стоимость определенного проекта должна соответствовать индексу, с которым он сравнивается.

Еще один популярный метод оценки портфельной стратегии – моделирование потоков наличных денежных средств. Модели дисконтирования потоков наличных денежных средств начинаются с проецирования потоков наличных денежных средств для проекта или ценной бумаги на соответствующий концессионный период или срок их действия. Затем, используя соответствующую ставку дисконтирования, получают дисконтированную стоимость (или текущую стоимость) каждого потока наличности. Сумма всех ожидаемых потоков наличных денежных средств – это теоретическая стоимость проекта или ценной бумаги. Именно эта теоретическая, или агрегированная, стоимость затем сравнивается с рыночной ценой или ожидаемой стоимостью. Впоследствии может быть принято решение о том, является ли цена ценных бумаг справедливой или нет. В случае с проектами такие показатели, как чистая приведенная стоимость или внутренняя норма доходности, можно анализировать до и во время жизненного цикла проекта, чтобы определить коммерческую целесообразность проекта или портфеля.

Дисконтированные потоки наличных денежных средств могут использоваться для расчета не теоретической, а ожидаемой стоимости. В этом случае начинают с рыночной цены и ожидаемых потоков наличных денежных средств. Таким образом, ожидаемый доход основывается на процентной ставке, которая сделает текущую стоимость ожидаемого денежного потока равной рыночной цене. Более распространенное название ожидаемого дохода –

внутренняя норма доходности. Процедура вычисления внутренней нормы доходности включает в себя перебор различных процентных ставок до того момента, пока не будет найдена такая, которая сделает текущую стоимость ожидаемого потока наличных денежных средств равной рыночной цене.

Многие организации испытывают трудности при оценке стратегической результативности каждого из своих бизнес-подразделений и при выборочном распределении собственных ресурсов.

Постулат 2.

Корпоративное управление рисками есть многоуровневая процедура, при этом ее организационное оформление основано на «корпоративной пирамиде стратегий».

Корпоративная пирамида стратегий была подробно исследована ранее (см. главу 2). В свою очередь она сама опирается на традиционную многодивизионную структуру (рис. 3.6). Многодивизионная структура подразделяется на отделы (подразделения), исходя из продукции, услуг, географических районов или процессов организации. Эти подразделения исполняют необходимые функции.

Однако для целей нашего исследования будет полезнее воспользоваться типовой корпоративной структурой, предложенной Т. Мерна (Merna T., 2002) и изображенной на рис. 3.7.

На вершине иерархии на рис. 3.7 находится корпоративная структура. Ниже этого уровня осуществляются операции остальной частью компании. Здесь будут приниматься все финансовые решения, а также решения о при-

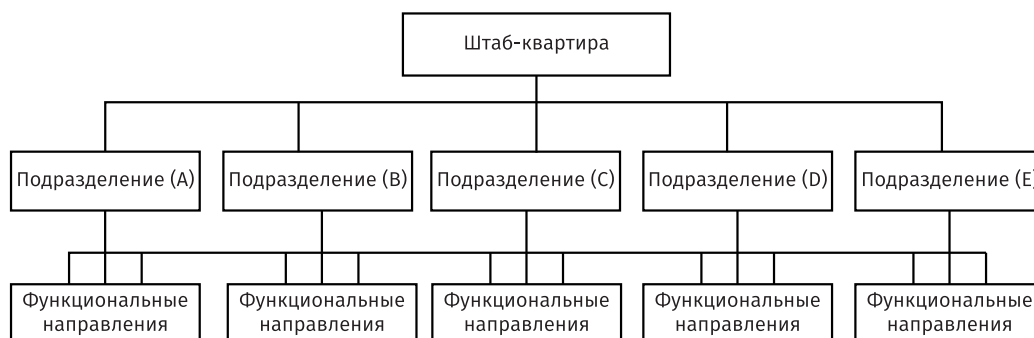


Рис. 3.6. Многодивизионная структура (Al-Bahar J.F. and Crandell K.C., 1990)

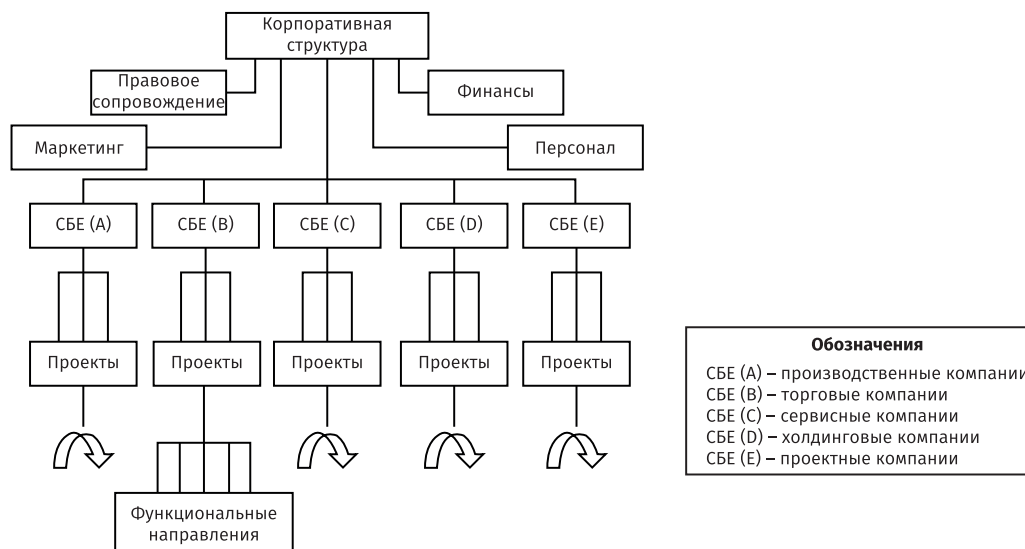


Рис. 3.7. Типовая корпоративная структура (Merna T., 2002)

обретениях. Вторым в иерархии является уровень СБЕ. Эти СБЕ подразделяются по стратегическим бизнес-операциям, например: производственные компании, холдинговые компании и сервисные компании. В нижней части иерархии находится проектный уровень. Здесь проекты реализуются под уровнем СБЕ и с задействованием необходимых функций; как правило, проекты предпринимаются с целью генерирования прибыли.

Корпоративное управление, которое обычно называют корпоративной стратегией, связано с обеспечением выживания корпорации и повышением ее стоимости не только в финансовом выражении, но и в таких аспектах, как доля рынка, репутация и восприятие бренда. Таким образом, объем работ по управлению корпоративными рисками варьируется в широком диапазоне с тем, чтобы поддерживалась корпоративная стратегия.

Старшее должностное лицо корпорации является «полномочным представителем» данного процесса и имеет в своем распоряжении персонал, выполняющий аналитическую и административную работу. Он также отвечает за исполнение процесса, обеспечивая доступ к информации и ресурсам.

Основная группа членов Совета директоров корпорации и высшие должностные лица стратегических бизнес-единиц могут заручаться дополнительным участием со стороны заинтересованных сторон, в частности:

- представителей акционеров;
- представителей основных заказчиков, партнеров и поставщиков;
- внешних экспертов.

В охватываемую сферу входят текущие рынки и портфели проектов СБЕ, а также перспективные новые рынки. Результаты, получаемые по каналу обратной связи от СБЕ, оценивают наряду с изменениями и тенденциями на международных рынках (заказчики, поставщики и конкуренты), законодательством, нормативно-правовым регулированием, политикой и социальными установками.

На корпоративном уровне обычно составляется корпоративный стратегический план (КСП). Как полагают Г. Джонсон и К. Шолес (Johnson G. and Scholes K., 1999), такой план разрабатывается для следующих целей.

- Создание и поддержание стратегии, отвечающей намерениям и обязательствам корпорации, ожиданиям клиентов, акционеров и других заинтересованных лиц.
- Фиксация и соблюдение обязательств и требований деловых секторов, особенно СБЕ и владельцев процессов, поддерживающих стратегическое направление деятельности.
- Доведение информации о стратегическом направлении деятельности и соответствующих целях и задачах до каждой СБЕ.
- Управление стратегическими изменениями для сохранения или завоевания конкурентного преимущества.

Корпоративная стратегия – это портфель интегрированных бизнес-стратегий, отвечающих корпоративным намерениям и согласующихся с финансовыми инвестициями или ограничениями, стоящими перед группой. Корпоративная стратегия включает в себя следующие самодостаточные, но при этом интегрированные подпроцессы: анализ корпоративных стратегических требований, формирование корпоративного стратегического портфеля, принятие обязательств по реализации корпоративной стратегии, управление стратегическими изменениями, управление корпоративными рисками.

Однако в условиях постоянно усиливающейся диверсификации в рамках корпораций руководители высшего звена сталкиваются с новыми проблемами.

- Как управлять широким спектром предприятий и направлений коммерческой деятельности? (Особенно когда фирмы обладают небольшими знаниями в каждой отдельной сфере бизнеса и при этом конкурируют с фирмами, обладающими ключевыми компетенциями в этих конкретных сферах.)

- Каким образом организовать корпорацию?
- Какой объем полномочий организация должна делегировать?
- Каким образом ограниченный объем капитала распределяется между различными предприятиями и направлениями коммерческой деятельности?
 - Какие риски связаны с каждым предприятием или направлением коммерческой деятельности и соответствующими руководителями?

Вышеобозначенные вопросы можно резюмировать следующим образом: «Какие преимущества получают акционеры, инвестируя в данную корпорацию?»

Основной риск для корпораций все больше исходит от частных инвестиционных фондов. Обычно эти фонды осуществляют выкуп состоявшихся корпораций и зарабатывают капитал на самых лучших генераторах доходов и легко реализуемых активах, таких как земля. Корпорациям нужно также учитывать риски, связанные с поглощениями со стороны организаций, подерживаемых государством.

Конечно, корпорации и частные компании могут смягчать риски, связанные с одной или несколькими стратегическими бизнес-единицами, распродавая их. Например, компания Ford недавно продала Aston Martin и сейчас намерена продать компанию Jaguar, которая считается убыточной.

В рамках типовой корпоративной структуры и корпоративной пирамиды стратегий можно классифицировать риски по различным уровням рассматриваемой организации, а также их детализации и агрегированию. При этом сохраним терминологию, принятую в западной литературе по риск-менеджменту, а именно: корпоративный уровень стратегического менеджмента соответствует уровню корпоративных рисков, бизнес-стратегии (уровень стратегических бизнес-единиц) соответствует уровню стратегических рисков, а операционный уровень (конкретные проекты) – уровню проектных рисков.

На рис. 3.8 проиллюстрировано разделение рисков корпорации на корпоративный, стратегический и проектный уровни. Управление рисками рассматривается как неотъемлемая функция для каждого уровня, хотя потоки информации между уровнями не обязательно направлены сверху вниз или снизу вверх. В работе А. Мерна и Т. Мерна (Merna A. and Merna T., 2004) высказывается предположение о том, что риски, выявляемые на каждом уровне, зависят от информации, доступной в момент оценки, при этом каждый риск оценивается более подробно по мере поступления большего объема информации. Фактически воздействие риска находится в зависимости от времени.

На рис. 3.9 отражены возможные последствия риска. Слово «риск» часто воспринимается в негативном смысле. Однако при условии правильного управления рисками преобладающие риски часто могут иметь положительное влияние.

При управлении рисками следует рассматривать не только угрозы (потенциальный убыток), но и возможности (потенциальную прибыль). Важно принимать во внимание, что убыток или прибыль возможны на каждом уровне организации.

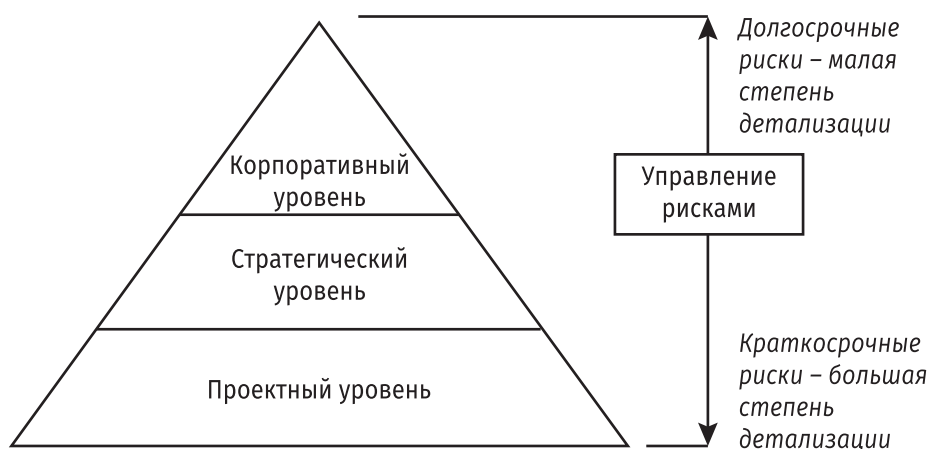


Рис. 3.8. Уровни корпоративной организации (Merna T., 2002)

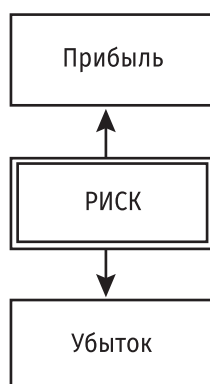


Рис. 3.9. Взаимосвязь риска с возможным убытком или прибылью

Постулат 3.

Процедуры, выявление, анализ, измерение и реагирование на риски, как и сами риски в конкретной организации уникальны по своей природе и зависят, с одной стороны, от специфики организации и внешней среды, с другой стороны, от опыта и квалификации участников процесса управления корпоративными рисками.

Выбор методик управления рисками и областей их применения чрезвычайно важен при оценке инвестиций в проект или предприятие. Суммы на покрытие расходов, связанных с нештатными ситуациями, не следует включать в бюджет проекта или предприятия без тщательной оценки.

Методики управления рисками являются общими для любых оценок рисков. Однако конкретные инструменты и методики, выбираемые организацией, будут основываться на многочисленных факторах, которые определяют сущность проекта и его внутреннее (корпоративное) и внешнее (стейкхолдеры) окружение. Поэтому можно сделать вывод, что не существует единообразной методики для анализа конкретного риска. Конкретная методика управления рисками используется на усмотрение специалиста-практика.

Количественная оценка риска рассчитывается с помощью конкретных математических моделей на основе конкретных численных показателей. Поэтому и сам процесс, по которому должен быть оценен (посчитан) риск, должен быть формализован и количественно определен. Очевидно, что это чаще всего сделать трудно, причем, чем выше по иерархической лестнице находится менеджер, тем труднее процессы, по которым он принимает решение, поддаются формализации. Поэтому чем выше по иерархической лестнице, тем больше доля качественных методов оценки риска корпоративных процессов деятельности.

При определении, какие методы оценки риска – качественные или количественные – используются в практике управления рисками корпорации, следует учитывать еще один момент. Процесс реализации портфеля проектов или конкретного проекта не является одномоментным актом. Начиная с определения идеи (цели) он постепенно трансформируется в реализацию последовательности мероприятий, т. е. во время формирования проекта и его реализации неопределенность постепенно уменьшается, процессы становятся все более определенными, более конкретными становятся результаты деятельности, что позволяет применять количественные методы оценки риска более эффективно. Точнее, появляются возможности их применения с точки зрения получения адекватных результатов.

На начальной стадии проектирования, особенно на корпоративном уровне, чаще всего определяется даже не траектория развития, а «коридор» траекторий, поэтому понятие конечного результата может выглядеть размытым и неопределенным. Управление рисками в этом случае становится проблематичным. В подтверждение этой мысли сошлемся на Пера Хенриксена и Томаса Ухленфельда, которые сделали интересное заключение о том, что эффективные практики в области управления рисками должны иметь отношение непосредственно к процессу формирования стратегии, однако именно этот элемент отсутствует в концепциях управления рисками (Портер М. Е., 2005).

Известный специалист в области риск-менеджмента Тони Мерна предложил свое видение использования методик управления риском на каждом из этапов процесса риск-менеджмента, основанное на исследованиях крупных корпораций Великобритании (Merna T., 2002).

На стадии выявления рисков применяются следующие методики управления рисками:

- «мозговой штурм» – очень популярная методика, используемая на корпоративном и стратегическом уровнях;
- опросные листы широко применяются на проектном уровне: ими пользуются более 70% целевых организаций;
- списки подсказок или мероприятия по управлению рисками – методика, пользующаяся популярностью на проектном уровне;
- реестры рисков применяются организациями повсеместно. Более 70% целевых организаций пользуются данной методикой на стратегическом и проектном уровнях;
- ценностно-ориентированное управление очень незначительно применяется на корпоративном и стратегическом уровнях. Ценностно-ориентированное управление главным образом рассматривается в качестве инструмента проектного уровня; однако та стадия процесса ценностно-ориентированного управления, которая связана с анализом деловых ситуаций, как правило, осуществляется на корпоративном уровне (подробнее о ценностно-ориентированном управлении см. в книге «Современный стратегический менеджмент» (под ред. А.Н. Петрова. СПб., 2018)).

На стадии анализа рисков применяются следующие методики управления рисками.

- Собеседования – очень популярная методика, используемая на корпоративном уровне.

- Ценностно-ориентированное управление – более проектно-ориентированный инструмент, не используемый на корпоративном уровне.
- Таблицы вероятностного воздействия более широко применяются на стратегическом и проектном уровнях.
- Деревья принятия решений рассматриваются в качестве методики проектного уровня, которой пользуется более 60% целевых организаций.
- Имитационное моделирование методом Монте-Карло и анализ чувствительности рассматриваются в качестве методик, в большей мере ориентированных на проектный уровень.
- Основной объем работы, связанной с анализом рисков, происходит на проектном уровне, далее на стратегическом и потом на корпоративном уровнях.
- Математически-ориентированные методики преимущественно применяются на проектном уровне.

Однако повторимся, что в реальной действительности конкретные методы управления рисками в большой степени зависят от того инструментария, которым владеют профильные специалисты.

3.3. Риски корпоративного, бизнес- и проектного уровня

В соответствии с «пирамидой рисков корпорации» были выделены три уровня рисков: корпоративный, стратегический и проектный. Очевидно, что на каждом из них можно выявить свои специфические риски, соответствующие их характеру задач и роду деятельности. Исследуем данный тезис подробнее.

Риски корпоративного уровня

Риски, выявленные на корпоративном уровне, должны подвергаться всесторонней экспертизе, направленной на снижение рисков путем их абсорбции на уровне стратегических бизнес-единиц (СБЕ) или на уровне проектов, реализуемых СБЕ. По мнению Е. Павуера, залогом успешного управления рисками является организованный процесс выявления, оценки, реагирования на риски и их контроля (Pavue E., 2005).

Реальным компаниям, действующим в условиях ожесточенной конкуренции, недостаточно просто защищать физические и финансовые корпоративные активы за счет надлежащего ведения хозяйственной деятельности вкупе с рациональным страхованием и приобретением производных финансовых инструментов. Требования к маржинальности слишком серьезны, а уязвимость по отношению к волатильности слишком велика, чтобы это служило подходящей стратегией для большинства компаний, даже небольших. Внимание

должно быть переключено на значительно более обширную и гораздо менее осязаемую сферу ожиданий и репутационных аспектов и посредством этого на поддержание (или рост) капитализации. Результатом этого будет являться неизбежное повышение значимости управления рисками и резкое усиление внимания к этой теме со стороны Совета директоров (Monbiot G., 2000).

Фондовые и кредитные аналитики уделяют все больше внимания рискам и качеству управления рисками в анализируемых ими компаниях, вследствие чего эта тема все чаще выходит на передний план обсуждений в залах заседаний советов директоров. Аналитики хотят иметь возможность сообщить нынешним и потенциальным инвесторам, что руководители корпорации знают, что делают, и используют капитал компании наиболее эффективным из возможных способов, а также что они контролируют СБЕ, а значит, будущую прибыль.

Дж. Паркинсон еще в 1993 году писал: «Руководители старшего звена все более активно используют корпоративные отчеты и пресс-релизы, чтобы с гордостью сообщать о новейших инициативах и политике в области управления рисками. Однако усвоение соответствующей терминологии и публикация глянцевого брошюр, пестрящих этими словами, еще не свидетельствуют о том, что работа по управлению рисками ведется надлежащим образом. Корпорации, желающие отчитываться о стабильных, надежных, социально ответственных и постоянно растущих доходах, которых требуют инвесторы и другие заинтересованные стороны, должны всерьез относиться к управлению рисками и применять такую терминологию на практике» (Parkinson J. E., 1993).

В последние два десятилетия в корпоративном секторе более грамотные руководители старшего звена нанимают менеджеров по управлению общими рисками; все чаще это – получающие продвижение по службе сотрудники, чья функция связана с управлением страхованием. Ключевой сферой ответственности этих должностных лиц, как правило, является выявление, измерение и смягчение рисков, а также организация соответствующего финансирования, когда это целесообразно и желательно. Во многих случаях такие сотрудники пытаются координировать работу по управлению рисками, выполняемую другими отделами, и развивать культуру управления рисками в рамках организации в целом.

Опрос главных исполнительных директоров и специалистов по управлению рисками, проведенный в Великобритании, Европе и США, стабильно продемонстрировал, что основными воспринимаемыми сегодня проблемами являются следующие: осуществление корпоративного руководства; требова-

тельство; подделка продукции и терроризм; ответственность за охрану окружающей среды; политические риски; риски в области нормативно-правового регулирования и законодательства; мошенничество; большое число рисков, сопряженных с современными технологиями (Monbiot G., 2000). Причины такого переключения внимания, разумеется, многочисленны, разнообразны и неразрывно взаимосвязаны. По существу, рост масштабов и сложности корпоративных и финансовых рисков происходит параллельно с глобализацией мировой экономики. Результатом глобализации торговли и устранения барьеров государственного и международного уровней стал масштабный процесс консолидации во всех секторах экономики. Это обусловлено тем, что нерентабельные организации, которые прежде полагались на сочетание таких факторов, как неосведомленность клиентов, недостаток внешней конкуренции и государственная поддержка, были вынуждены либо адаптироваться к новым реалиям, либо исчезнуть.

В условиях глобальной экономической среды, характеризующейся относительным и усиливающимся доминированием сферы услуг, корпоративный успех все больше зиждется на двух ключевых факторах: восприятии и знаниях. Управление рисками является частью этих процессов, и всестороннее понимание данной концепции приблизит организацию к успеху. Компании должны уметь доставать сырье по привлекательным ценам и перерабатывать его в коммерчески востребованную продукцию, реализуемую на рынке по ценам, обеспечивающим удовлетворительную маржу. Однако при этом должны быть предусмотрены планы действий в нештатных ситуациях на основе применения комплексной, структурированной и актуальной системы управления рисками.

Один из рисков, с которыми могут сталкиваться корпорации, исходит из попыток враждебного поглощения компании путем овладения контрольным пакетом ее акций. Компании обычно увеличивают финансовый леверидж для задействования большего объема заемного капитала, чем акционерного капитала; тем самым, они уменьшают собственную привлекательность для оппортунистических поглощений. В свою очередь, акционеры не обязательно желают, чтобы доля заемного капитала была слишком большой, поскольку обслуживание задолженности является приоритетным требованием по отношению к выплате дивидендов, следствием чего могут стать неудовлетворительные выплаты дивидендов акционерам или невыплата дивидендов.

По мнению некоторых авторов, аутсорсинг служит основным инструментом, с помощью которого корпорации и СБЕ смягчают риски (Современный стратегический менеджмент, 2018). Многие предприятия переуступают риски

посредством передачи определенных видов деятельности на аутсорсинг другим сторонам. Так, например, одна крупная сеть супермаркетов передает на аутсорсинг функции хранения, проверки качества, обеспечения безопасности и осуществления транспортировки всех позиций бакалейной продукции поставщикам, используя данный метод для переуступки рисков, находящихся вне сферы ее контроля.

В условиях стремления к сокращению рисков, возможности для приватизации сейчас более ограничены, чем в середине 1990-х годов, поскольку наиболее доступные владения государства уже были приобретены, а сопротивление со стороны общественности в отношении более амбициозных схем усилилось. Сегодня многие из наиболее крупных корпораций избрали новый механизм обеспечения роста – консолидацию. Посредством формирования единого гармонизированного глобального рынка, на котором можно реализовывать одну и ту же продукцию в одних и тех же условиях по всему миру, корпорации рассчитывают на извлечение колоссальной экономии от масштаба. Иными словами, они захватывают те части мира, которые по-прежнему контролируются предприятиями малого и среднего бизнеса. При этом при принятии решений, связанных с осуществлением инвестиций глобального характера, необходимо принимать во внимание страновые риски.

Нефтяные компании обычно испытывают риски, связанные с потоками наличных денежных средств, когда цены на сырую нефть падают, потому что потоки наличных денежных средств компаний базируются на более высоких ценах на сырую нефть. Как правило, риски, связанные с ценами на сырую нефть, находятся вне сферы контроля нефтяных компаний и могут приводить к отсрочке проектов или сокращению выпуска продукции (Energy Information Administration, 2001).

Залогом обеспечения деятельности предприятия или внедрения комплексного подхода является назначение одного ключевого лица, которое будет нести ответственность за целостный процесс и будет наделено полномочиями на уровне Совета директоров, чтобы систематически претворять все соответствующие идеи в жизнь. Обычно таким лицом является директор по управлению рисками (англ. Chief Risk Officer, CRO). Однако несмотря на успехи фирм, пользующихся данным методом, многие корпоративные виды деятельности не координируются назначенным директором по управлению рисками. По данным Дж. Блузе, по всему миру насчитывалось всего лишь 60 назначенных директоров по управлению рисками, и есть мало оснований полагать, что эта цифра увеличилась за последние четыре года более чем до 100 (Blythe J.,

1998). Как следует из всех письменных источников, признающих важность управления рисками, этот темп роста числа директоров по управлению рисками нигде и близко не является таким, каким ему следует быть (Современный стратегический менеджмент, 2018).

Разумеется, есть те, кто настаивает, что никакие из так называемых вновь выявленных рисков отнюдь не являются новыми, и что это не более чем последняя отчаянная попытка специалистов по управлению рисками заявить о себе. Есть и те, кто убежден, что большинство коммерческих рисков попросту проистекают из деятельности любого коммерческого предприятия, и что если вы попытаетесь от них избавиться, то потеряете значительную долю стоимости любой компании (Jacoby J. and Jaccard J., 1981).

Управление корпоративными рисками – непрерывный процесс. Цель управления корпоративными рисками заключается в том, чтобы понять риски, что, как известно, связано с корпоративным стратегическим планом. Такой план управления корпоративными рисками позволит сообщать информацию о рисках, передавать работу по управлению рисками на уровень СБЕ, которые могут быть подвержены воздействию соответствующих рисков, а также вести реестр корпоративных рисков. М. Харлей констатирует (Harley M., 1999): «В настоящее время риски предстают как фундаментальные угрозы, пронизывающие всю структуру организации, и подход компаний к управлению рисками начинает осознаваться как столь же важный, как их подход к операционной деятельности, финансам или любой другой корпоративной функции. То, каким образом компания формирует структуру работы с рисками, является фундаментальной составляющей ее корпоративной стратегии».

Хотя риски оцениваются на корпоративном уровне, их влияние на правительство и потребителей феноменально. Ряд корпораций отреагировали на законодательные и нормативно-правовые риски, потребовав налоговых каникул и пригрозив властям тем, что они передислоцируют СБЕ и сформируют картели для установления цен в определенных секторах промышленности. Эта тема получает дополнительное развитие в следующей цитате из работы Г. Монбиота (Monbiot G., 2000): «В то время как деньги налогоплательщиков передаются корпорациям, суммы налоговых отчислений, уплачиваемых последними, постоянно сокращаются».

Стратегия управления корпоративными рисками обычно предусматривает реализацию запланированных мер для реагирования на выявленные риски. Типовая стратегия управления корпоративными рисками включает в себя следующее:

- ответственность за управление корпоративными рисками;
- для документирования всех известных рисков, представляющих угрозу корпоративному стратегическому плану, ведется реестр корпоративных рисков; затем могут предприниматься соответствующие виды мер по смягчению рисков с документированием их вероятных результатов;

- определяются планы работы с рисками, которые являются составной частью корпоративной стратегии и доводятся до сведения СБЕ, чтобы последние, в свою очередь, могли управлять рисками, способными оказать на них воздействие.

Первичная оценка потенциальных последствий может быть произведена с использованием анализа допущений, анализа на основе дерева принятия решений и метода определения диапазона. Затем эти модели могут использоваться для оценки эффективности потенциальных мер по смягчению рисков, чтобы выбрать оптимальный способ реагирования. С. Чапман и С. Вард (Charman S.V. and Ward S.C., 1997) полагают, что меры по смягчению рисков можно сгруппировать в четыре категории, и эти потенциальные меры включают в себя следующее.

1. Исключение рисков:

- отмена проекта;
- уход с рынка;
- продажа части корпорации.

2. Сокращение рисков:

- слияния и поглощения;
- выход на новый рынок;
- разработка новой продукции/технологии на существующем рынке;
- реинжиниринг бизнес-процессов;
- политика в области корпоративного управления рисками.

3. Переуступка риска:

- партнерство;
- корпоративная политика в области страхования.

4. Удержание рисков: положительное решение о принятии на себя определенных рисков ввиду потенциальной выгоды, которую они могут принести.

Многие меры по смягчению рисков, предпринимаемые на корпоративном уровне, означают развертывание (или свертывание) отдельных проектов или целых программ, реализуемых на более низких уровнях.

Риски, оказывающие воздействие на корпоративном уровне, можно смягчить с помощью выявления способов устранения разрыва между фактическим и планируемым уровнями результативности. Соответствующие методы включают в себя следующее:

- изменение стратегии;
- изменение корпоративного портфеля за счет добавления или исключения предприятий, или направлений коммерческой деятельности;
- изменение политики или стратегий, которых придерживаются СБЕ;
- изменение целей.

Характерные риски, с которыми сталкиваются стратегические бизнес-единицы (СБЕ)

Характерные риски, с которыми сталкиваются СБЕ, включают в себя следующее:

- подверженность физических активов факторам риска;
- подверженность финансовых активов факторам риска;
- подверженность человеческих активов факторам риска;
- подверженность факторам риска, связанным с правовой ответственностью.

Подверженность физических активов факторам риска. Подверженность физических активов или имущества факторам риска можно классифицировать по четырем признакам: 1) вид имущества, подвергающегося воздействию; 2) причина выгоды или убытка; 3) является ли результат прямым, косвенным или временным по своему характеру; 4) характер заинтересованности организации в данном имуществе. Причины выгоды или убытка можно подразделить на три вида: физические, социальные и экономические. Физические угрозы или причины включают в себя воздействие естественных сил: пожаров, ураганов, взрывов, которые разрушают или портят имущество или – в случае с гипотетическими рисками – в некотором отношении повышают стоимость имущества. К социальным угрозам или причинам относятся отклонения от ожидаемого индивидуального поведения, например, воровство, вандализм, злоупотребление, халатность или отклонения от нормы в групповом поведении, например, забастовки или массовые волнения. Экономические угрозы или причины могут быть обусловлены внешними или внутренними силами. Так, заемщик может не суметь погасить дебиторскую задолженность из-за экономической рецессии, или подрядчик может не завершить проект в срок из-за ошибки руководства. Убыток может быть одновременно обусловлен двумя или несколькими такими угрозами. Например, халатность со стороны

сотрудника может привести к взрыву; экономическая рецессия и ураган могут одновременно нанести такой серьезный урон организации-заемщику, что заемщик не сможет оплатить долг перед поставщиком.

Подверженность финансовых активов факторам риска. Сегодня финансовые и ценовые риски могут не только повлиять на квартальную прибыль, но и предопределить ответ на вопрос о выживании предприятия. Неожиданные колебания валютных курсов, процентных ставок и цен на сырьевые товары являются рисками, которые невозможно игнорировать.

Финансовый актив – законный инструмент, передающий права владельцу контракта, причем эти права не обязательно действуют в отношении конкретного осязаемого объекта. Когда организация выпускает финансовый актив, он оказывается обязательством на балансе выпустившего его лица и активом на балансе держателя. Организация может быть подвержена риску, связанному с тем, что она является держателем финансовых активов, или в результате выпуска финансовых активов.

Финансовые активы, используемые частными лицами, компаниями и государствами, характеризуются широким разнообразием, которое постоянно расширяется. Обыкновенные акции, субординированные долговые расписки, ценные бумаги, обеспеченные активами, облигации с нулевым купоном, доходные облигации, фьючерсы, опционы, свопы и привилегированные акции – вот лишь некоторые примеры инструментов, используемых для финансирования частных и государственных проектов. Инновации продолжают стимулировать развитие новых финансовых активов в условиях постоянно нарастающей сложности финансовых рынков. Этому сложному спектру финансовых активов присущ ряд характерных признаков. Для стандартного финансового актива характерно три признака, присутствующих либо по отдельности, либо в совокупности:

- обещанная выплата или последовательность обещанных выплат;
- право на другой актив, который может определяться обстоятельствами или событиями;
- право осуществлять контроль, возможно, посредством участия в голосовании.

Неопределенность мировой финансовой конъюнктуры обуславливает множество экономических проблем и факторов нестабильности, но она также служит стимулом финансовых инноваций. С помощью финансовых инноваций финансовые посредники сумели предложить своим клиентам продукты для управления новыми рисками или даже для их использования в собственных

интересах. Благодаря этим же самым инновациям финансовые институты оказались способны более эффективно оценивать собственные позиции по активам и обязательствам и управлять ими.

Рынок быстро осознал, что неопределенность относительно обменных курсов иностранных валют, процентных ставок и цен на сырьевые товары нельзя устранить с помощью «лучшего прогнозирования». Это понимание побудило фирмы начать активно управлять финансовыми рисками. Финансовые биржевые институты, коммерческие банки и инвестиционные банки предоставили ряд новых продуктов для решения данной задачи по управлению рисками:

- в качестве меры реагирования на повышение валютных рисков, рынок предоставил форвардные валютные контракты, валютные фьючерсы (1972), валютные свопы (1981) и валютные опционы (1982);

- для управления рисками, связанными с процентными ставками, сначала появились фьючерсные контракты (1975), за которыми последовали процентные свопы (1982), процентные опционы (1982) и, наконец, форвардные сделки по процентным ставкам – так называемые «соглашения о будущей процентной ставке» (1983).

Вдобавок к существующим форвардным контрактам на металл и долгосрочным контрактам на нефть усилившаяся волатильность цен в конце 1970-х годов привела к возникновению фьючерсных контрактов на сырьевые товары (на нефть – в 1978 г., на металл – в 1983 г.). Затем появились свопы на сырьевые товары (1986) и опционы на сырьевые товары (1986).

Подверженность человеческих активов факторам риска. Производительные ресурсы организации включают в себя имущество (физический капитал) и человеческие ресурсы (человеческий капитал); ранее мы рассматривали подверженность факторам риска в связи с владением физическими и финансовыми активами. Теперь мы переходим к оценке подверженности факторам риска, связанным с человеческими активами организации. Основные риски для персонала:

- смерть;
- неудовлетворительное состояние здоровья;
- преклонный возраст;
- безработица.

Отдельные сотрудники и их семьи испытывают на себе прямые последствия этих потерь. При отсутствии мер по смягчению воздействия данных потерь озабоченность отдельных сотрудников в связи с факторами риска, а

также их усилия по управлению такими факторами риска могут влиять на производительность труда сотрудников и на их вклад в претворение в жизнь миссии организации. Более того, потеря человеческих активов может оказывать прямое экономическое воздействие на организацию. Как следствие, специалисты по управлению рисками имеют веские основания проявлять интерес к подверженности человеческих ресурсов факторам воздействия.

Подверженность факторам риска, связанным с правовой ответственностью – деликтное право. В общеупотребительном значении слово «деликт» означает нарушение, незаконное действие; однако деликт – это гражданское нарушение, отличающееся от невыполнения договорных обязательств; в этом случае судом обеспечено возмещение в виде денежной компенсации ущерба. Существуют три основных вида деликта: намеренный деликт, предполагающий преднамеренное или целенаправленное деяние, но не обязательно совершенное с намерением, совпадающим с фактическими наступившими последствиями; ненамеренный деликт, означающий отказ действовать или бездействовать так, как это делал бы благоразумный индивид в аналогичных обстоятельствах; и деликт, к которому применима «строгая» или абсолютная ответственность. В обобщенном виде это включает в себя следующее:

- ответственность, возникающая в связи с правом собственности на землю, ее использованием и владением ею;
- ответственность, возникающая в связи с наличием источника нарушения общественного порядка или неудобства для других лиц;
- ответственность, возникающая в связи с продажей, производством или распространением продукции или услуг;
- ответственность, возникающая в связи с фидуциарными отношениями;
- профессиональная ответственность;
- агентская, или вмененная, ответственность;
- контрактная ответственность;
- травма, связанная с производством;
- автогражданская ответственность.

Риски, выявленные Д. Бовером и А. Мерна, привели их к предположению о необходимости разрабатывать договоры об объединении, которые можно было бы использовать в будущих проектах как средство переуступки выявленных рисков. В этом случае осуществляемые проекты будут общими для предприятий, а связанные с каждым проектом риски будут иметь отношение к срокам, расходам, качеству и безопасности (Bower D. and Merna A., 2002).

Многим СБЕ нужно брать ссуды для финансирования проектов. Кредиторы обычно требуют от корпорации гарантий материнской компании на тот случай, если СБЕ не выполнит свои платежные обязательства. В некоторых случаях, чтобы продемонстрировать клиентам свою финансовую устойчивость, СБЕ используют отчеты о прибылях и убытках корпорации вместо собственных отчетов, которые, как правило, не так убедительны в финансовом отношении.

Применение управления проектными рисками

Существует много причин для применения управления проектными рисками, но основная заключается в том, что оно способно принести ощутимую выгоду, значительно превышающую расходы на его осуществление.

Как полагают Р. Турнер и Дж. Симистер, выгоды, получаемые от использования методик управления проектными рисками, приносят пользу не только проекту, но и другим сторонам, например, организации в целом и ее клиентам (Turner R. and Simister, 2000). Ниже приведен перечень преимуществ, получаемых благодаря управлению проектными рисками:

- улучшается понимание проекта, что, в свою очередь, ведет к формулированию более реалистичных планов в том, что касается сметы расходов и календарных графиков;
- это позволяет лучше понять риски, связанные с проектом, и их возможное воздействие, что способствует минимизации рисков для стороны и/или распределению рисков таким образом, чтобы их несла наиболее подходящая для этого сторона;
- улучшается понимание того, каким образом риски, связанные с проектом, могут привести к заключению более подходящего вида договора;
- появляется возможность непредвзято посмотреть на проектные риски, что помогает обосновывать решения и осуществлять более экономное и эффективное управление рисками;
- это дает знания о рисках, связанных с проектом, что позволяет оценивать нештатные ситуации, фактически отражающие риски, а также препятствует одобрению в конечном счете нерентабельных проектов;
- это позволяет различать удачное стечение обстоятельств/успешного управления и плохое стечение обстоятельств/неудовлетворительного управления.

Организаторы процесса управления рисками – это...:

- руководители высшего звена корпораций и СБЕ, для которых знание рисков, сопряженных с предлагаемыми проектами, важно при рассмотре-

нии вопроса об утверждении расходов на капиталовложения и смет капиталовложений;

- клиенты, поскольку они с большей вероятностью получают то, чего они хотят, когда они хотят и по приемлемой для них цене;
- команда по управлению проектом, которая желает повысить качество своей работы. Это способствует достижению целей проектного управления, таких как завершение проекта в срок, соблюдение проектной сметы и достижение установленных показателей результативности;
- заинтересованные стороны (стейкхолдеры) при реализации проекта или осуществлении инвестиции.

Управление проектными рисками должно представлять собой непрерывный процесс, который можно инициировать на любой ранней стадии жизненного цикла проекта и продолжать до того момента, пока расходы на его применение не превысят потенциальную выгоду. Гораздо более эффективно приступать к управлению проектными рисками в начале проекта, потому что результаты использования данного процесса уменьшаются по мере прохождения проектом его жизненного цикла.

По мнению С. Норриса и соавт. (Norris C. et al., 2000), в рамках проекта существуют пять точек, когда могут быть достигнуты определенные преимущества благодаря управлению проектными рисками.

1. *Технико-экономическое обоснование.* На данной стадии проект характеризуется наибольшей гибкостью, что позволяет вносить изменения, способные сократить риски при относительно невысоких расходах. Может быть полезен выбор между различными вариантами реализации проекта.

2. *Утверждение.* Клиент может воспользоваться этим моментом для рассмотрения подверженности рискам, связанным с проектом, и может убедиться в том, были ли предприняты все возможные шаги для сокращения рисков или управления ими. Если был проведен количественный анализ, то клиент сможет понять, какова вероятность достижения целей проекта (расходы, сроки, показатели эффективности).

3. *Тендерная процедура.* Подрядчик может воспользоваться этим моментом, чтобы удостовериться в том, все ли риски были выявлены, определить способы действия в нестандартных ситуациях или проверить подверженность факторам риска.

4. *Посттендерный период.* Клиент может воспользоваться этим периодом, чтобы удостовериться в том, все ли риски были выявлены подрядчиком, и оценить вероятность выполнения программ, выставленных на тендер.

5. Интервалы в ходе практической реализации. Можно улучшить вероятность выполнения проекта с соблюдением сметы и календарного графика при условии выявления всех рисков и надлежащего управления ими по мере их возникновения.

Многие процедуры проектного управления акцентируют внимание на количественном определении рисков, хотя много эмпирических данных свидетельствует об ошибочности такого подхода, так как многие руководители высшего звена игнорируют данные и отдают предпочтение интуиции (Траупог V.T., 1990). Акцент на процессах количественного определения не позволяет руководителю учесть другие области, которые с большим трудом поддаются количественному определению или не поддаются ему вовсе, что исключает из сферы внимания значительные элементы риска.

Было бы чрезвычайно полезно, если бы в начале проекта можно было предсказать с высокой степенью определенности, как будут выполнены цели по показателям результативности, срокам и расходам. Для некоторых проектов можно составить достаточно точные прогнозы; однако чем крупнее проект, тем, как правило, менее точны подобные прогнозы. Существует значительная неопределенность относительно способности организации выполнять цели проекта. Как утверждает М. Барнес, управление рисками нацелено на сокращение воздействия неопределенности на итоговый результат проекта. Во всех реальных проектах преобладающей является потребность дополнять и изменять планы по мере того, как ожидания сменяются реальностью. Как отмечает М. Барнес, то, что происходит на самом деле, со столь высокой вероятностью отличается от ожиданий, что для достижения успеха проектные команды должны быть не жертвами неопределенности, а ее хозяевами (Barnes M., 2007).

Неопределенность уменьшается по мере продвижения проекта к завершению. С момента начала проекта диапазон неопределенности увеличивается, пока он не оказывается достаточно широким к моменту ожидаемого завершения проекта. По мере реализации проекта степень неопределенности относительно итогового результата сокращается. В любом случае, чем дальше продвинулся ход работ по проекту, тем меньше неопределенности остается относительно достижения итоговой цели.

Руководителю проекта следует обладать хорошими знаниями о стейкхолдерах проекта и их полномочиях. С большинством участников проекта должен быть найден консенсус. Обычно это непросто, потому что интересы

заинтересованных сторон не совпадают. Важно, чтобы руководители проектов постоянно анализировали позиции стейкхолдеров, их ожидания, потребности и прогнозируемые реакции. Если заинтересованные стороны думают, что им придется взаимодействовать лишь единожды, то будет трудно добиться созидательного сотрудничества (Simon P. et al., 1997).

Специфические риски на проектном уровне

Как полагают Д. Соопер и С. Чапман, потребность в акцентировании внимания на оценке рисков особенно очевидна, когда проекты предусматривают следующее:

- крупные капиталовложения;
- несбалансированные потоки наличных денежных средств, требующие большой доли общих инвестиций прежде, чем будут получены какие-либо доходы;
- значимые новые технологии;
- необычные юридические, страховые или договорные отношения;
- важные политические, экономические или финансовые параметры;
- деликатные вопросы, связанные с охраной окружающей среды или обеспечением безопасности;
- строгие нормативно-правовые или лицензионные требования (Cooper D. and Chapman C., 1987).

Все вышеуказанные параметры или сочетания некоторых из них имеют фундаментальное значение для проектных стратегий. При этом каждый риск, выявленный в рамках проекта, должен иметь единую основу оценки, которая неизбежно будет включать в себя расходы и сроки.

На рис. 3.10 показан уровень рисков в зависимости от этапа проекта. Поскольку график показывает более высокий уровень рисков на более ранних этапах проектного цикла, можно сделать вывод о том, что именно здесь должны быть сосредоточены основные усилия по управлению рисками, так как в этом случае они приносят больше отдачи (Merna A. and Owen C., 1998).

Маловероятно, чтобы были доступны точные количественные данные. Такие методики, как, например, дельфийская методика, сравнительный анализ и опросы могут использоваться для получения качественных рейтингов и количественных оценок в диапазоне значений как для воздействия, так и для вероятности. Данные инструменты особенно полезны, поскольку участвующие стороны могут быть географически удалены друг от друга.

На проектном уровне происходят наибольшие изменения. План реализации проектной стратегии сосредоточен на том, каким образом будет

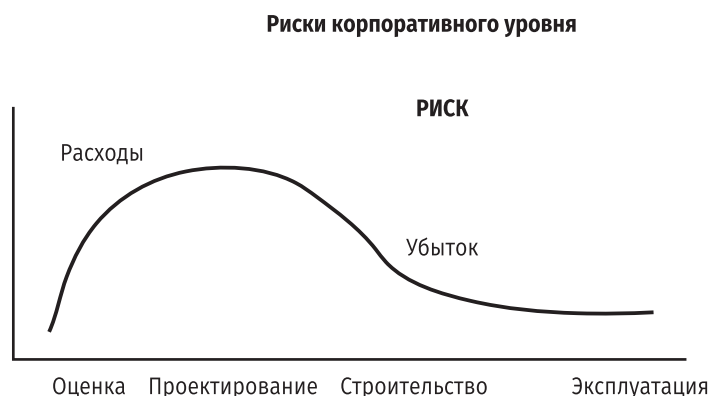


Рис. 3.10. Цикл проектных рисков

осуществляться управление всеми макросредовыми факторами и микроуспехами проекта для достижения целей, предусмотренных стратегией бизнес-подразделения.

На этапе технико-экономического обоснования проекта актуальны качественный анализ рисков и количественный анализ чувствительности. По мере того, как прогрессирует проект и определяется проектная сеть, может выполняться компьютерное моделирование, например, имитационное моделирование методом Монте-Карло. Основное преимущество данного метода заключается в том, что он рассматривает влияние переменных в сочетании, результатом чего являются прогнозы интегральной повторяемости для основных стратегических целей. Данная методика особенно полезна при выборе мер смягчения, поскольку их воздействие может быть спрогнозировано посредством повторного составления измененной модели.

С. Кхан отмечает, что выявленные риски, например, такие как плохая погода, ненадежность поставщиков и технические задержки можно смягчить эффективным с точки зрения затрат способом. Как утверждает С. Кхан, решение коренится в наиболее фундаментальных процессах планирования проекта, планах-графиках проекта и связанной с этим базе знаний. Объединяя параметры риска и неопределенности в отношении отдельных видов деятельности в рамках плана-графика, а затем применяя методики имитационного моделирования для экстраполяции потенциальных результатов, руководители проектов могут выстраивать точную картину того, в каких аспектах меры смягчения будут наиболее эффективными. Ресурсы могут разумно направляться

на смягчение таких рисков, вероятность наступления и последствия которых понятны (Khan S., 2006).

Риски, связанные с выводом из эксплуатации, играют фундаментальную роль в управлении рисками на проектном уровне. Эти риски связаны с основными производственными средствами или машинным оборудованием в конце жизненного цикла проекта (Современный стратегический менеджмент, 2018). Например, что произойдет с атомной электростанцией, когда она будет выведена из эксплуатации? Каковы расходы на вывод объекта из эксплуатации? Какое воздействие будет оказано на окружающую среду? Какие заинтересованные стороны будут затронуты, и каким образом?

Все люди по-разному подходят к оценке рисков: прослеживается тенденция изменения приоритетов в области управления рисками в зависимости от бюджета, ресурсов и личных качеств генерального директора. Предыдущий опыт руководителей в области оценки рисков играет важную роль в том, каким образом они реагируют на выявленные и количественно определенные риски. Излишняя самоуверенность при оценке рисков – еще один фактор, влияющий на то, как индивиды относятся к рискам. В целом, у людей плохо получается оценивать риски. Опыт, субъективный фактор и способ формулирования рисков – все это играет основную роль в том, как руководители проектов воспринимают риски в ущерб проектному управлению.

Вопросы, связанные с рисками, которые имеют отношение к людям, обычно переводятся в категорию управления «человеческими ресурсами» и поэтому игнорируются как факторы риска; как следствие, значительная доля оценки рисков исключается из управления проектными рисками. Характер неопределенности, привносимой людьми в проект, можно подразделить на две основные области: вопросы управления человеческими ресурсами, связанные с эффективными управленческими компетенциями и практиками, и позиции стейкхолдеров относительно проекта и сопутствующих рисков (Oldfield A. and Osock M., 1999).

Необходимо подчеркнуть важность эффективных управленческих практик, при этом возникает озабоченность относительно слабого руководства, недостатка коммуникации, недостаточной обеспеченности необходимыми ресурсами, недостаточного использования ресурсов, перегруженности работой, нехватки знаний, отсутствия полномочий по принятию решений, невозможности точно оценить задачи и процессы. Определение всех этих факторов поможет руководителю проекта в принятии решений и совершенствовании качества и эффективности управленческого процесса (Oldfield A. and Osock M., 1999).

Во многих случаях провальных проектов у проектных команд имеется необходимая информация о рисках и проблемах, но она оказывается неустраненной руководством (Oldfield A. and Oscock M., 1999). Распространенная проблема, свойственная процессам управления проектными рисками, – это необходимость определять относительную значимость различных источников риска с тем, чтобы направлять последующие усилия по управлению рисками и обеспечивать их экономическую эффективность. С. Чапман и С. Вард рассматривают использование сеток вероятности – воздействия для выявления источников риска, получающих наибольшее внимание. В частности, важно проводить разграничение между размером воздействия и вероятностью наступления воздействия, спектром целесообразных реакций и временем для реагирования (Charman C.B. and Ward S.C., 1997).

Управление рисками используется на протяжении всего жизненного цикла проекта – от претендерных процедур до послепродажного обслуживания.

План управления рисками – это процесс выявления и контроля деловых, технических, финансовых и коммерческих рисков в течение всего жизненного цикла проекта посредством устранения или сокращения вероятности наступления угрозы и вызванного ею потенциального воздействия. В случае с коммерческими предприятиями любое воздействие на результат проекта выражается в виде затрат. Таким образом, финансовое воздействие служит базисом для измерения рисков. Риск в масштабе времени подлежит перерасчету в затраты. Это позволяет предусматривать резервные отчисления на ранних стадиях проекта, если они необходимы. Важно помнить, что стратегическое планирование проекта – это эффект синергетического взаимодействия между культурой лучших практик в области проектного управления и эффективной реализацией корпоративной стратегии, целей и задач (Blander R., 2002).

Профессия управления рисками претерпевает грандиозные изменения как эволюционного, так и революционного характера. Некоторые из этих изменений обусловлены внутренними причинами, тогда как многие другие – внешними причинами.

Обсуждая будущее проектного управления, Дж. Турнер еще в 90-е годы прошлого века приводил исследование, посвященное управлению рисками, в качестве зарождающейся области академических исследований, исходя из подачи материалов для публикации в научные издания (Turner J.R., 1994). В то время как можно с уверенностью говорить о дальнейшем развитии областей технической специализации, роль руководителя проекта почти наверняка трансформируется из роли технического специалиста, выступающего координатором

натором проекта, в роль проводника перемен. Функция, которую выполняют эти руководители, будет признаваться все более важной для выживания организаций во всех секторах, руководством всех заинтересованных сторон проектов. Кроме того, идет поиск новых структур управления (Maylor H., 1996).

Как полагает М. Барнес, способ заставить управление рисками действительно функционировать заключается в его превращении в интегрированный процесс за счет обеспечения того, чтобы все ключевые игроки захотели принять участие в данном процессе, поскольку он выгоден им всем. По мнению М. Барнеса, есть два способа продвижения в данном направлении:

- придать совещаниям, посвященным управлению рисками, больше значимости, чем обычным совещаниям, посвященным ходу работ по проекту;
- обеспечить возможность того, чтобы каждый член команды мог добавить в общий перечень рисков новый риск, работе с которым будут содействовать другие члены команды.

Вывод можно сделать только один: единой общепризнанной теории (концепции) управления рисками корпорации пока не создано, идет напряженная работа по накоплению и обобщению практического опыта (Barnes M., 2007).

Общая схема корпоративного управления рисками

Прежде, чем обратиться к исследованию взаимосвязи рисков различных уровней корпорации, сделаем некоторое обобщение из вышесказанного. Рис. 3.11 иллюстрирует еще раз, что управление рисками сосредоточено на различных уровнях иерархии корпоративной структуры. Как отмечалось выше, путем классификации и категоризации рисков в рамках данных уровней возможны их детализация или агрегирование на любом уровне организационной структуры. Таким образом определяется, каким рискам больше всего подвержена организация, чтобы выработать и применять подходящие стратегии реагирования в интересах всех участвующих сторон.

Управление рисками рассматривается как неотъемлемая функция для каждого уровня, хотя потоки информации между уровнями не обязательно направлены сверху вниз или снизу вверх. Риски, выявляемые на каждом уровне, зависят от информации, доступной в момент осуществления инвестиции, при этом каждый риск может быть рассмотрен более подробно по мере поступления большего объема информации.

Во многих случаях решения принимаются исключительно исходя из качественных оценок. В других случаях решения принимаются после количественной оценки на базе рассчитанных количественных показателей, которые чаще всего носят для коммерческих организаций стоимостной характер.

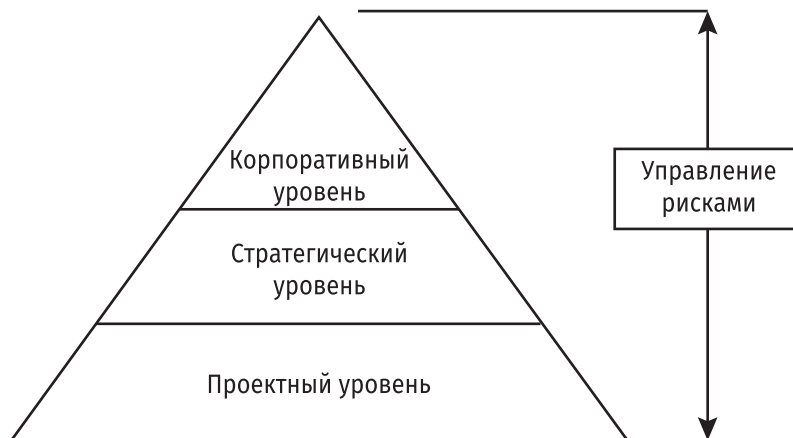


Рис. 3.11. Уровни в рамках типовой корпоративной организации

На рис. 3.12 процесс управления рисками изображен в концептуальном виде. При управлении рисками сами риски и управление ими рассматриваются с каждой организационной позиции, а именно: стратегической, тактической и операционной. Необходимый анализ выполняется на том уровне внутри организации, который отвечает за каждую организационную позицию.

Как правило, в процессе управления рисками бизнес-процессы подразделяются на несколько уровней, из которых состоит организация (обычно это три уровня, обозначенных выше). Риски, специфичные для каждого уровня, выявляются с использованием методик выявления рисков и затем вносятся в реестр рисков. Выявленные риски анализируются внутри организации на каждом уровне, с последующим реагированием и принятием действий во внештатных ситуациях.

Риски, выявленные на каждом уровне, обобщаются и контролируются единым отделом внутри организации. Этот отдел может анализировать управление рисками либо по отдельности, либо на основе объединений проектов (портфелей).

Управление рисками должно представлять собой непрерывный процесс, осуществляемый на протяжении всего жизненного цикла проекта, объединения или портфеля.

В рамках многих процедур проектного управления уделяется значительное внимание количественному определению рисков. Однако на страте-



Рис. 3.12. Процесс/структура управления рисками

гическом и корпоративном уровнях значительная доля рисков не поддается количественному определению, что благоприятствует менее формализованному подходу к управлению рисками. Акцент на процессах количественного определения обычно ведет к тому, что на корпоративном и стратегическом уровнях руководитель оказывается не способен учесть другие виды рисков, которые с большим трудом поддаются количественному определению или не поддаются ему вовсе.

Все требования заинтересованных сторон должны быть признаны и упорядочены, и должно быть выработано согласованное мнение. Обычно это непросто, потому что интересы участвующих сторон не совпадают. Важно, чтобы позиции стейкхолдеров анализировались на постоянной основе, и их ожидания удовлетворялись, насколько это возможно.

Распространенные среди организаций подходы к управлению рисками

Управление рисками может осуществляться по принципу «сверху вниз»: данный подход берет свое начало на корпоративном уровне, обобщается на уровне стратегических бизнес-единиц и получает практическую реализацию на проектном уровне (см. рис. 3.12).

В ситуации, показанной на рис. 3.13, управление рисками, включая выявление, анализ и реагирование, вначале осуществляется на корпоративном уровне. Как правило, это качественный анализ. Затем информация передается вниз, на уровень стратегических бизнес-единиц, где предпринимается более детализированный анализ рисков и подвергается дальнейшему изучению информация, поступившая с корпоративного уровня. Потом такая информация передается на проектный уровень организации. Снова собирается и анализируется дополнительная информация. Данный процесс позволяет выполнять комплексную оценку рисков по мере того, как информация циркулирует в нисходящем направлении внутри организации.



Рис. 3.13. Подход к управлению рисками «сверху вниз» (Merina T., 2003)

Однако данный процесс не позволяет передавать результаты оценки рисков и соответствующую информацию на стратегический и корпоративный уровни. К недостаткам данной модели относятся трудности при доведении информации от одного уровня до другого; трудности в плане того, чтобы узнать, оценка каких рисков выполняется на каждом уровне организации; трудности с актуализацией данной модели, поскольку это не непрерывный процесс; неопределенности, обнаруживаемые на стратегическом и проектном уровнях, которые не доводятся до корпоративного уровня ввиду отсутствия подходящей процедуры.

На рис. 3.14 показан восходящий подход к оценке рисков. В данной ситуации управление рисками начинается на проектном уровне, но при этом оценка на проектном уровне гораздо более детализированная. Данная оценка затем передается на уровень стратегических бизнес-единиц в рамках организации, а потом на корпоративный уровень. По мере того, как оценка передается в восходящем направлении внутри организации, выполняется более детализированная оценка рисков, специфических либо для стратегического, либо для корпоративного уровня.

Однако данный процесс также не позволяет передавать информацию и данные об оценке рисков в нисходящем направлении внутри организации, что обуславливает те же самые недостатки, которые свойственны подходу к управлению рисками «сверху вниз».



Рис. 3.14. Подход к управлению рисками «снизу вверх» (Merna T., 2003)

Как нарастающая «сверху вниз», так и нарастающая «снизу вверх» модели могут приводить к составлению реестра рисков на каждом уровне, но они не позволяют управлять общим реестром рисков на одном уровне.

Многие современные исследователи полагают, что, хотя оценка рисков на корпоративном уровне является менее детализированной, влияние рисков на корпоративном уровне гораздо важнее, чем оценки рисков на стратегическом и проектном уровнях. Многие риски, выявляемые на корпоративном уровне, являются глобальными или неконтролируемыми и обычно связаны с политическими, законодательными, нормативными, экономическими или экологическими факторами. Если любой из этих рисков будет сочтен слишком большим, то проект может быть не утвержден для дальнейшей оценки рисков на стратегическом и проектном уровнях.

3.4. Портфельные риски

Как полагают Б. Де Вит и Р. Меер, диверсифицированным отраслям нужен формальный инструмент, такой как портфельное планирование (De Wit B. and Meyer R., 1994).

Нижеприведенные данные из исследования, выполненного «Мета Групп» (2002), указывают на то, что лишь очень небольшая доля организаций на практике осуществляет эффективное управление портфельными рисками:

- 89% организаций работают «вслепую», не используя практически никаких количественных показателей, за исключением финансовых;
- 84% организаций не проводят ситуационные бизнес-исследования по своим проектам либо выполняют их только на выборочной основе (по ключевым проектам);
- 84% организаций не способны скорректировать и соотнести свои бюджеты с коммерческими потребностями чаще, чем дважды в год.

Проекты в целом и в частности строительные проекты имеют потоки наличных денежных средств, охватывающие периоды в диапазоне от 5 до 25 лет. Это называют жизненным циклом.

Выявление и оценка рисков невозможны с использованием современных портфельных методик. Проект считается долгосрочным по сравнению с ценными бумагами, и будущие расходы и доходы прогнозируются исходя из текущего инвестиционного климата и спроса. Можно осуществлять моделирование данных о сроках и расходах по проекту, а также будущих потоков наличных денежных средств. Современные пакеты программного обеспечения

для управления рисками могут присваивать риски посредством вероятностей или диапазонов. Подобное программное обеспечение в западных странах имеется в широком доступе; однако выбор программного обеспечения зависит от экономических параметров на входе и на выходе, используемых для оценки коммерческой целесообразности проекта, а также от квалификации исследователя. По мнению Р. Соопера, финансовый анализ в аспекте, касающемся портфелей, в целом недостаточно развит (Cooper R. G. et al., 1998).

Для оценки портфеля проектов, в особенности посредством потоков наличных денежных средств в рамках проектов, необходим пакет программного обеспечения, способный оценивать пессимистичный, базовый и оптимистичный сценарии. Критически важно, чтобы то же самое программное обеспечение использовалось для оценки отдельных проектов как совокупности потоков наличных денежных средств в рамках отдельных проектов.

Рассмотрим наиболее популярные методы портфельного анализа и планирования.

Анализ сценариев

Анализ сценариев является производным от анализа чувствительности, в рамках которого альтернативные сценарии исследуются в качестве вариантов. При проведении анализа сценариев ключевые переменные определяются вместе с их величиной (Flanagan R. and Norman G., 1993). Р. Фланеган и Дж. Норман полагают, что специалист по финансовому инжинирингу, возможно, захочет выполнить оценку нескольких различных финансовых инструментов в рамках портфеля проектов. Если в качестве предпочтительного инструмента выбран заем, то соответствующие сценарии будут основываться на наиболее вероятном, оптимистичном и пессимистичном прогнозах трех возможных значений процентных ставок. Результаты будут представлять собой диапазон возможных итоговых значений. Последствия таких изменений в рамках одного проекта затем могут быть оценены вместе с изменениями в рамках портфеля проектов.

Диверсификация

Как отмечает Дж. Поллио, диверсификация применяется для минимизации риска, связанного с общим кредитным портфелем, и тем самым способствует стабилизации процентных доходов. Диверсификация служит основой управления портфельными рисками, потому что она позволяет инвесторам значительно сократить портфельные риски без негативного воздействия на доходность (Pollio G., 1999).

Как полагают авторы, оба вышеприведенных утверждения актуальны при определении диверсификации.

В зависимости от текущего финансового положения организации и ее будущих потребностей, организация, вероятнее всего, будет держать денежные средства в виде нескольких инвестиций, которые в совокупности формируют портфель. Некоторые фонды будут обращаться к сберегательным счетам или ценным бумагам с низкими рисками, фиксированными процентными ставками и легкой процедурой погашения обязательств, а остаток средств по мере необходимости вкладывать в высокодоходные ценные бумаги роста. Сблaзн вложить все средства в одну ценную бумагу, с одной стороны, может привести к получению высокого дохода с инвестиции, но, с другой стороны, он чреват опасностью потерять все инвестированные средства, если эта ценная бумага окажется рискованной. Таким образом, вложение средств в более, чем одну ценную бумагу не обязательно сокращает риски.

Корреляция – это тот связующий элемент, который позволяет инвесторам аккумулировать доход с отдельных активов в виде дохода с портфеля. Данный процесс предполагает выявление взаимосвязей между рисками внутри портфеля. Если два риска ведут себя аналогичным образом, т. е. повышаются по одним и тем же причинам или на одну и ту же сумму, то будет считаться, что между ними существует высокая корреляция. Чем выше корреляция между выявленными рисками внутри портфеля, тем выше риск. Корреляция – ключевое понятие в рамках концепции диверсификации рисков. Корреляция может варьироваться в диапазоне от $-1,00$ до $1,00$. Например, портфель с корреляцией, равной $1,00$, означает, что доходы по нему изменяются в том же направлении, что и индекс, тогда как корреляция, равная $-1,00$, означает, что они изменяются в направлении, прямо противоположном направлению изменения индекса. В идеале компания должна стремиться к выбору портфелей с различной степенью корреляции друг с другом.

Если несколько инвестиций осуществлено в одной и той же отрасли и соответствующие потоки наличных денежных средств реагируют на изменения аналогичным образом, что и вся экономика в целом, то говорят, что между такими инвестициями существует положительная корреляция. На рис. 3.15 отражено, как изменения денежного потока *A* в большой степени повторяют изменения денежного потока *B*. Очевидно, объединение таких инвестиций не способствует сокращению рисков.

Когда денежные потоки по двум инвестициям ведут себя прямо противоположным образом при одной и той же экономической конъюнктуре, корреляцию между ними называют отрицательной. При подобном сочетании внутри портфеля риски сокращаются. На рис. 3.16 показано, что в *A* и *D* инве-

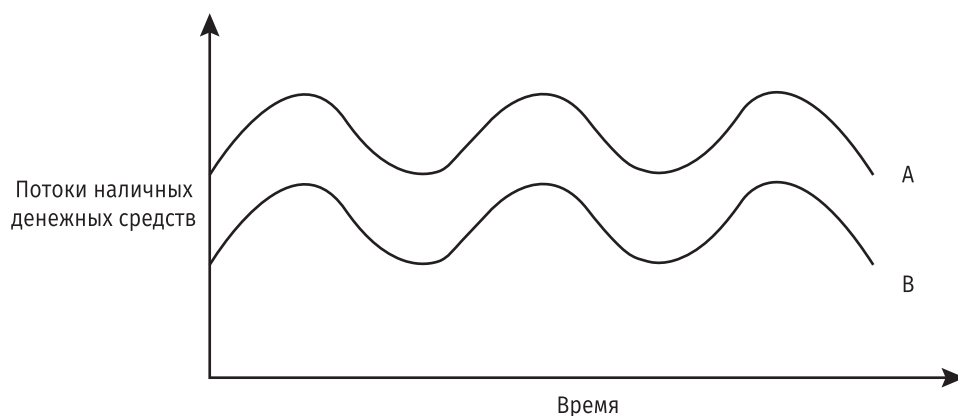


Рис. 3.15. Потоки наличных денежных средств с положительной корреляцией

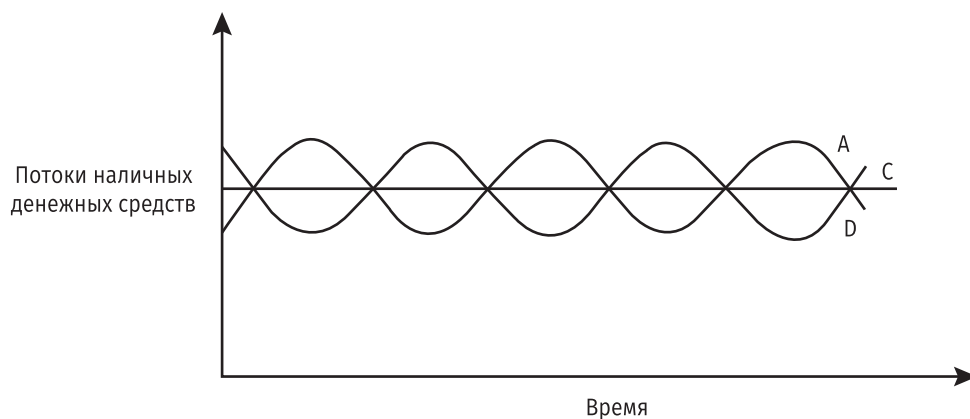


Рис. 3.16. Потоки наличных денежных средств с отрицательной корреляцией

стированы эквивалентные суммы. Результатом является то, что повышение и понижение денежных потоков дает выровненный доход C с течением времени.

Большинство ценных бумаг и коммерческих проектов тяготеют, скорее, к положительной, нежели чем к отрицательной корреляции, хотя прямая корреляция существует очень редко. Таким образом, совмещение проектов различного характера с точки зрения диверсификации рисков всегда будет приносить некоторые преимущества.

Диверсификация рисков

Управляющие портфелями должны обращать внимание на различные этапы погашения обязательств в рамках портфелей, которые варьируются в зависимости от размеров проектов, их географической локации, различных этапов реализации проектов в рамках портфелей, хода работ по каждому проекту, а также от опыта и кредитоспособности спонсоров и контрагентов (Silk M. et al., 2002).

Очевидно, что диверсификация профилей рисков по проектам в рамках портфеля позволяет спонсорам осуществлять более целесообразное с экономической точки зрения финансирование. Проекты со стабильными доходами могут служить для балансировки и диверсификации рисков по тем проектам, которые обеспечивают менее устойчивые потоки наличных денежных средств. С точки зрения работы с отдельными рисками по проектам, кредиторы требуют более высокого уровня процентных ставок для защиты своих инвестиций.

В некоторых случаях требуется более высокий коэффициент покрытия долга (англ. DSCR) и усиленная поддержка со стороны инвесторов, особенно в случае выявления строительных рисков (Merna T. and Young R., 2005).

На рис. 3.17 показано, каким образом портфель за счет перекрестного обеспечения может обеспечить поддержку проекта в случае негативного воздействия или наличия в портфеле нескольких проектов.

Однако договоры, имеющие обязательную силу для портфелей, должны содержать положения, позволяющие проектам сохранять определенную степень независимости, чтобы в чрезвычайных ситуациях внешние факторы влияния не оказывали воздействие на портфель в целом.

Управление портфельными рисками

Существуют две причины для применения управления портфельными рисками.

1. Риски, неотъемлемо присущие проектам, не могут быть отделены от аспектов общего управления бизнесом.

2. Все проекты уникальны, поэтому риски и неопределенность присущи значительной части проектного бизнеса. Другой вопрос – сведены ли эти риски в портфель или нет.

Когда речь идет об управлении рисками, связанными с портфелями проектов, существуют несколько аспектов, которые необходимо учитывать при проведении анализа и принятии стратегических решений по выбору проектов на стратегическом уровне. Например, организации, осуществляющей свою деятельность на международных рынках, нужно принимать во внимание

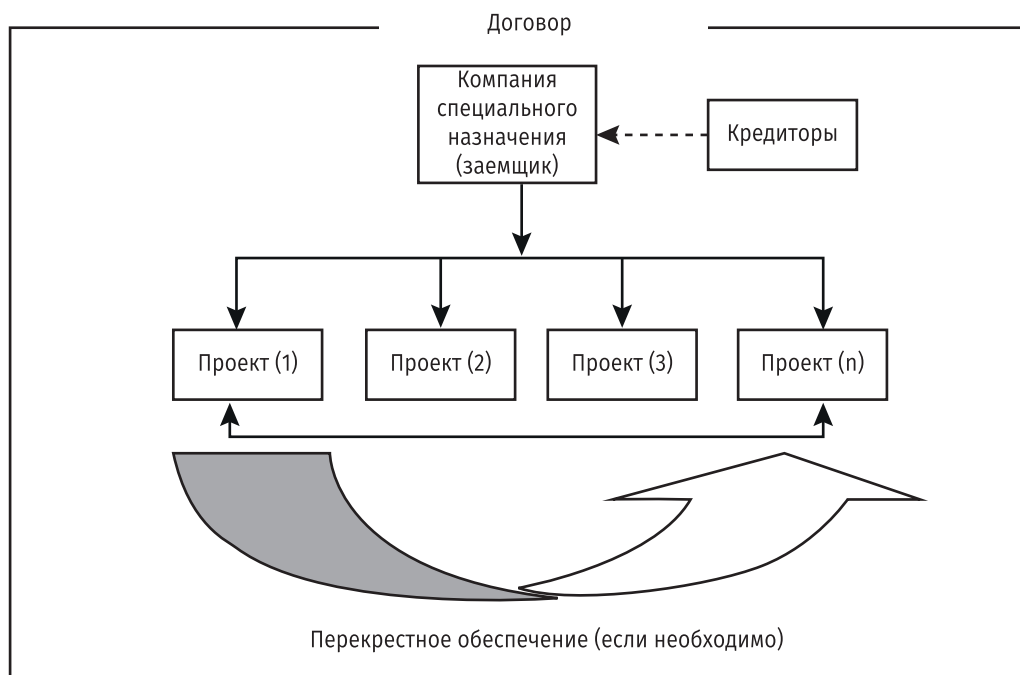


Рис. 3.17. Взаимозависимости между проектами в рамках портфеля

страновые, региональные и специфические местные риски. Страновые риски могут не влиять отдельно на проект, но оказывать косвенное влияние на портфель в целом (Ariani, 2001).

Определенные географические регионы, заказчики, виды продукции, направления бизнеса и другие важные аспекты могут являться критериями, в соответствии с которыми следует рассматривать риски, связанные с портфелями проектов. Примером может служить кредитоспособность на местном уровне при реализации организацией различных региональных проектов в рамках портфелей.

Процесс управления портфельными рисками очень похож на управление проектными рисками. Он может обеспечивать следующие преимущества:

- сокращение затрат на привлечение капитала за счет управления портфельными рисками, а не рисками, связанными с отдельными проектами;
- сокращение рисков, связанных с проектами, за счет выработки определения их инерционных параметров и границ;

- повышение осведомленности руководителей старшего звена о критически значимых рисках;
- сокращение превышения сметных затрат и перерасходования средств по проекту;
- выявление рисков, задействующих конкурентные преимущества;
- обеспечение защиты и повышение стоимости для акционеров.

При управлении портфельными рисками, в первую очередь, должны учитываться риски, связанные с экономическими параметрами каждого проекта в рамках портфеля, а также взаимозависимости между проектами, прежде чем портфель проектов будет оцениваться как единое целое.

Объединение проектов

Объединение означает группирование проектов или услуг в рамках единой проектной структуры таким образом, чтобы соответствующая группа финансировалась как один проект. Как полагает М. Портер, проекты со схожими характеристиками и взаимозависимостями скорее могут быть объединены в группу проектов, нежели чем разъединены в виде автономных проектов (Porter M.E., 1987). Ключевые преимущества заключаются в том, что это позволяет финансировать небольшие проекты за счет увеличения общего объема заимствований в рамках соответствующего объединения проектов до определенного экономического уровня с возможностью перекрестного обеспечения различных проектов. Ключевые аспекты заключаются в том, что денежные потоки от одного единственного проекта устойчивы (единый денежный поток обычно предпочтителен), а обязательства каждой стороны, особенно обязательства партнеров из государственного сектора, надлежащим образом регулируются в случае, например, частичного или полного прекращения деятельности (Frank M. and Merna T., 2003).

Учитывается множество возможностей объединения. Некоторые инициативы включают в себя строительство, модернизацию и эксплуатацию проектов в виде управляемых объединений, которые принято называть пакетами (Public Private Partnership-Initiative NRW, 2003). Однако объединение может также подразумевать сведение воедино прежде существовавших проектов и их рефинансирование/реструктуризацию с более эффективным использованием финансовых ресурсов. Примером может служить обеспечение более низких процентных ставок по сравнению с текущими ставками и продление срока погашения первоначального займа (Foster C., 2002). Также следует обратить внимание на объединение проектов в целях рефинансирования для обеспечения большего объема займа. Это позволяет рассматривать альтерна-

тивные методы финансирования. Строительные компании могут обращаться к рефинансированию для обеспечения стратегии выхода после того, как проект вводится в эксплуатацию (PFI Fact Sheet, 2003).

Хотя объединение проектов и несет в себе многочисленные преимущества, но если управление проектами не осуществляется надлежащим образом, то расходы будут значительно выше, чем ожидалось, из-за мультипликативного эффекта (Munro E., 2001). Расходы крупнейшей государственной больницы в Паддингтоне, работающей по схеме частной финансовой инициативы и представляющей собой объединение из трех больниц, были оценены в 360 млн фунтов стерлингов, однако из-за реконструкции, инфляции и неудовлетворительного менеджмента расходы, превысили 1 млрд фунтов стерлингов (Leftly M., 2003).

Финансирование, привлекаемое на рынках капитала, подвержено тенденции концентрироваться на более крупных проектах, и по этой причине оно не доступно для менее масштабных проектов. Так, транзакционные издержки по проектам, стоимость основного капитала которых составляет около 10 млн фунтов стерлингов, могут быть непропорционально высокими и серьезно влиять на доходы, а также на эффективность расходования средств (McDowall E., 2001; Spackman M., 2002).

Объединение проектов может обеспечить достаточные потоки наличных денежных средств для генерирования разумного дохода после покрытия текущих расходов и расходов на обслуживание долга. Оно также может способствовать распределению рисков между различными проектами. Небольшие проекты, которые по отдельности не являются экономически целесообразными, могут стать таковыми в случае их объединения (Frank M., Merna T., 2003). Объединение проектов может способствовать перекрестному обеспечению этически корректных, но экономически нецелесообразных проектов.

Преимущества такого объединения в государственном секторе включают в себя следующее:

- единый контракт на строительство;
- упрощенный мониторинг;
- упрощенное осуществление платежей.

По мнению М. Франка и Т. Мерна (Frank M. and Merna T., 2003), Д. Ламба и А. Мерна (Lamb D. and Merna A., 2004), преимущества объединения для руководителей проектов заключаются в следующем:

- эффективное использование ресурсов, единая проектная команда, единая команда советников;

- упрощенная цепочка отчетности/служебная иерархия;
- повышение эффективности расходования средств;
- экономия за счет масштаба;
- воспроизводимость;
- экономия за счет инновационного финансирования, например использование облигационного финансирования для более крупных сделок;
- распределение закупок и транзакционных издержек.

Объединение проектов позволяет консолидировать операционные, финансовые и стратегические виды деятельности в один пакет, а также обеспечить такую эффективность расходования средств, которая не достижима за счет передачи услуг на подряд. Интеграция проектирования, эксплуатации и технического обслуживания в течение срока использования актива в пакет финансирования в рамках единого проекта позволяет повысить эффективность и сократить расходы в течение жизненного цикла проекта (McDowall E., 2001).

Вместе с тем при объединении проектов в целях финансирования следует принимать во внимание следующие проблемы (Frank M. and Merna T., 2003):

- *разные сроки начала работ.* Если сроки начала работ по проектам не совпадают, то проектная компания не пожелает брать займы до тех пор, пока не возникнет потребность в финансировании. Это возможно в случае задержки утверждения задания на проектирование на одной из площадок реализации проекта;

- *частичное завершение.* Если одна часть проекта завершается прежде, чем другие его части, то проектная компания пожелает, чтобы услуги начали оказываться в этой части раньше, чем будут завершены другие части;

- *частичное прекращение.* В одной из частей проекта возможно прекращение работ. Это не обязательно означает, что весь проект нецелесообразен – реализация целесообразных частей может быть продолжена. Проектной компании необходимо будет удостовериться в том, что между учредителями существует согласие и что финансовая целесообразность всего проекта не была затронута;

- *вариации.* Объединенные проекты могут быть более подвержены вариациям или изменениям, вследствие чего может возникнуть необходимость в привлечении дополнительных займов.

Каждый из этих осложняющих факторов должен быть учтен как в проектной, так и в финансовой документации.

На рис. 3.18 проиллюстрировано, каким образом проект или объединение проектов возникает из идеи и прогрессирует от этапа выработки принципов к этапу финансирования предприятия.

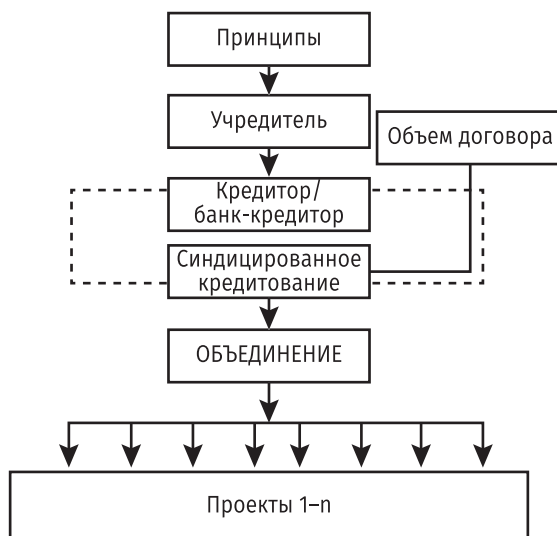


Рис. 3.18. Лестница кредитования

Объединение может быть профинансировано одним из банков. Однако в зависимости от рисков и размера объединения возможно синдицированное кредитование с участием нескольких банков, что сокращает риски для ведущего банка (Frank M. and Merna T., 2003).

Проекты 1 – n должны предусматривать исходящие потоки наличных денежных средств и генерировать регулярные поступления доходов в течение определенных концессионных периодов. В зависимости от размеров проекта и преобладающей экономической конъюнктуры будут использоваться различные финансовые инструменты (Frank M. and Merna T., 2003; Merna T. and Young R., 2005).

Перекрестное обеспечение

Большинство проектов традиционно реализуется на автономной или разрозненной основе, при этом их коммерческий успех зависит от доходов, генерируемых проектными активами, хотя проекты, реализуемые с использованием корпоративного финансирования, обычно получают финансовую поддержку от органа корпоративного управления при возникновении проблем с краткосрочной ликвидностью. В случае с автономными проектами запрещено компенсировать прибыли и убытки одних проектов за счет других проектов. Когда проекты объединены в портфель, возможно перекрестное обеспечение

за счет объединения проектных потоков наличных денежных средств в течение концессионного периода либо перекрестное обеспечение прибыли от одного проекта за счет прибыли от другого проекта в течение определенного периода времени до объединения совокупного потока наличных денежных средств в рамках портфеля.

Стандартное определение перекрестного обеспечения гласит, что оно имеет место, когда обеспечение по одному займу одновременно служит обеспечением по другим займам. Например, в сфере недвижимости перекрестное обеспечение может возникнуть, когда человек уже владеет домом и хочет купить еще один.

В современной литературе перекрестное обеспечение определяется следующим образом: «Использование средств, полученных от одного проекта, генерирующего устойчивый поток наличных денежных средств, для финансирования другого проекта в рамках того же портфеля, который может столкнуться с затруднениями, связанными с потоком наличных денежных средств и невыполнением обязательств по выплате задолженности» (Silk M. et al., 2002).

Перекрестное обеспечение – относительно новый термин. Оно основывается на использовании обеспечения, полученного от одного проекта, для финансирования другого проекта, который может испытывать нехватку наличных денежных средств и вызванную этим невозможность производить выплаты в счет погашения основной суммы задолженности и процентов. Такая нехватка наличности может быть обусловлена целым рядом рисков, которым подвержен проект на протяжении всего своего жизненного цикла.

Потоки наличных денежных средств

Потоки наличных денежных средств служат мерой устойчивости проекта. Они представляют собой поступления наличных денежных средств за вычетом выплат в течение данного промежутка времени. Именно цикл притока и оттока наличных денежных средств определяет платежеспособность (Turner J.R., 1994).

Управление потоками наличных денежных средств – это процесс мониторинга, анализа и корректировки потоков наличных денежных средств в рамках коммерческой деятельности. Наиболее важным аспектом при управлении потоками наличных денежных средств является исключение длительного дефицита наличности, особенно нехватки ликвидности, в любой данный период времени в течение жизненного цикла проекта. Чтобы исключить подобный дефицит, управление потоками наличных денежных средств должно осуществляться на регулярной основе. Для предотвращения проблем с потоками наличных денеж-

ных средств может применяться прогнозирование соответствующих потоков. За рубежом большинство программ проектного бухгалтерского учета оснащены встроенными функциями, делающими прогнозирование быстро и легко выполнимой задачей. Управление потоками наличных денежных средств требует выработки и использования стратегий поддержания необходимых потоков наличных денежных средств в рамках проекта (Hwee N.G. and Tong R.L.K., 2001).

Потоки наличных денежных средств генерируются циклом притока и оттока наличности в рамках коммерческой деятельности с целью поддержания необходимого уровня наличных денежных средств для проекта, а также служат основой для соответствующего анализа потоков наличных денежных средств. Последний включает в себя исследование компонентов коммерческой деятельности, влияющих на поток наличных денежных средств, например таких, как дебиторская и кредиторская задолженность (риски, связанные с контрагентами), условия кредитования и финансирование выплат. Выполняя анализ потоков наличных денежных средств по таким отдельным компонентам, можно управлять соответствующими потоками наличности. Как полагает Г. Смит, успех предприятия во многом определяется усилиями, затраченными на этапе оценки, предшествующей принятию решения об утверждении. Потому потоки наличных денежных средств и сопутствующие риски играют первостепенную роль на этапе оценки (Smith G., 2000).

Поток наличных денежных средств – это финансовая модель проекта. В своем простейшем виде совокупный поток денежной наличности может предоставить руководителю критически важную информацию. Он представляет собой поток денежных средств на счет и со счета в единицу времени. Чистый поток наличных денежных средств отличается от притока и оттока денежной наличности. В своем совокупном виде он определяется как чистый совокупный поток наличных денежных средств (Ye S. and Tiong R.L.K., 2000). Кривая совокупного потока наличных денежных средств – это графическое изображение указанных выше потоков денежных средств. Кривая чистого совокупного потока наличных денежных средств изображает чистый отток денежной наличности по проекту в качестве отрицательной функции и чистый приток денежной наличности по проекту в качестве положительной функции. Это отражает истинный характер потока наличных денежных средств в рамках проекта: отток приводит к отрицательной позиции по денежным средствам, а приток – к положительной позиции по денежным средствам.

Проект или портфель – это коммерческое предприятие. Все значимые участники, связанные с проектом, в том числе учредитель, подрядчик и по-

ставщики капитала, инвестируют в проект с целью достижения желаемых преимуществ или доходов. Как правило, важнейшей финансовой целью всегда является прибыльность или ликвидность. Как отмечает Дж. Смит, прибыльность подразумевает достаточную доходность капитала и активов, задействованных предприятием, тогда как ликвидность подразумевает достаточность потоков наличных денежных средств, позволяющих хозяйствующему субъекту быть рентабельным и обеспечивающих продолжение деятельности. Финансовое управление бизнесом зависит от управления потоками наличных денежных средств. Выживание бизнеса – это вопрос приемлемости потоков наличных денежных средств, нежели чем прибыльности, которая реализуется на более поздней стадии проекта. Прибыльность зависит от потока наличных денежных средств. Таким образом, надлежащее управление проектом не только сводится к соблюдению тройных ограничений: по техническим условиям, смете и календарному графику, но и зависит от способности управлять ликвидностью (потоком наличных денежных средств) в рамках проекта. Кривые потоков наличных денежных средств крайне чувствительны к изменениям условий проекта и поэтому могут служить системами раннего предупреждения в случае возникновения проблем, содействуя принятию надлежащих корректирующих действий. Например, изменение в проектировании, увеличивающее или уменьшающее расходы по проекту; задержки, ведущие к превышению сметы; колебания процентных ставок, отражающиеся на стоимости привлекаемого капитала; колебания производственных затрат и отпускных цен – все это может быть легко отражено на кривой потока наличных денежных средств (Smith J.E., 1975).

Т. Мерна и Файзал Аль-Тхани (Современный стратегический менеджмент, 2018) рекомендуют использовать пять следующих этапов для построения модели кривой потока наличных денежных средств.

1. Составление потока наличных денежных средств в рамках базового сценария путем простого суммирования расходов и доходов в течение всего жизненного цикла проекта или срока действия договора.

2. Детализация потока наличных денежных средств в рамках базового сценария за счет учета задержек между принятием соответствующих обязательств и выплатой или получением денежных средств.

3. Расчет итоговых выгод и затрат вместе с требуемыми капиталовложениями.

4. Принятие во внимание рисков и неопределенности.

5. При необходимости, изучение последствий инфляции.

Моделируемая кривая потока наличных денежных средств отражает прогнозируемую схему притока и оттока денежных средств в денежном или реальном выражении по счетам проекта в течение его жизненного цикла. Однако было бы нереалистичным ожидать высокой степени точности от любых финансовых прогнозов, базирующихся на таком потоке наличных денежных средств, потому что в них используются определенные допущения и оценочные данные.

Чтобы преодолеть данную проблему, в модель обычно включается ряд возможных изменений в потоке наличных денежных средств как позитивных, так и негативных, являющихся результатом рисков и неопределенности. Тем самым создается коридор вокруг моделируемого потока наличных денежных средств.

Совокупные потоки наличных денежных средств могут составляться в рамках пессимистичного, базового и оптимистичного сценариев для проектов или портфелей. На рис. 3.19 проиллюстрирован конверт с ограничением коридора совокупных потоков наличных денежных средств пессимистичным и оптимистичным сценариями. Чем ближе друг другу находятся совокупные потоки наличных денежных средств в рамках пессимистичного и оптимистичного сценариев, тем меньше риска и неопределенности, как предполагается, существует относительно данного проекта или портфеля. Устойчивый финансовый пакет – это такой пакет, который обеспечит обслуживание основной суммы займа, процентов, дивидендов и купонных выплат при любом экономическом результате, возможном в рамках конверта с оценкой рисков.

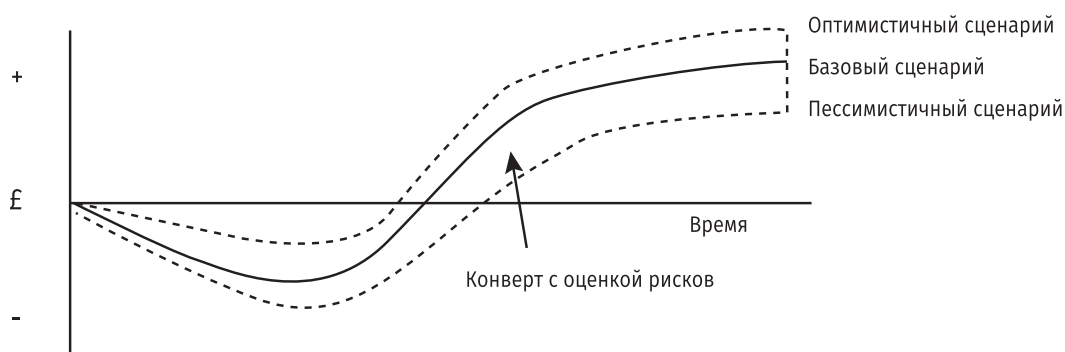


Рис. 3.19. Конверт с оценкой рисков для проекта или портфеля

3.5. Финансовые и сопутствующие риски

Важно понимать разницу между корпоративным и проектным финансированием. Корпоративное финансирование – это традиционное финансирование, при котором долги выплачиваются из средств организации, что подкрепляется всем ее балансом, а не выручкой от проекта. Кредиторы смотрят на общую финансовую устойчивость или баланс организации как на исходное условие кредитования проекта. При проектном финансировании проекты осуществляются посредством специальной проектной компании, поскольку проект представляет собой внебалансовую операцию, а кредиторы не имеют возможности прибегнуть к основным активам организации.

Корпоративное финансирование

Корпоративное финансирование – особая сфера, имеющая отношение к финансовым решениям, принимаемым корпорациями, а также к инструментам и методикам, используемым при принятии подобных решений. В целом в рамках данной сферы можно выделить решения о долгосрочных капиталовложениях и краткосрочное управление рабочим капиталом.

На рис. 3.20 в общем виде показан процесс корпоративного финансирования и проиллюстрированы три категории принятия решений, касающиеся корпоративного финансирования. Эти категории включают в себя следующее:

- *цели – инвестиционные решения.* Руководство должно распределять ограниченные ресурсы среди конкурирующих возможностей. Руководство корпоративного уровня на регулярной основе сталкивается с необходимостью принимать такие решения, вследствие чего вырабатывает экспертный опыт и специальные отраслевые знания для содействия процессу принятия решений;
- *финансовые решения.* Любая корпоративная инвестиция должна надлежащим образом финансироваться. Структура капитала может влиять на стоимостную оценку организации (а, следовательно, это отражается на уровне риска, который берет на себя организация). Поэтому руководство должно определить «оптимальную структуру» финансирования, т. е. структуру капитала, обеспечивающую максимальную ценность;
- *имеющиеся финансовые методики – решения о выплате дивидендов.* Руководство должно решить, осуществлять ли капиталовложения в дополнительные проекты, реинвестировать ли в существующую деятельность или возвращать свободные наличные денежные средства в виде дивидендов акционерам.

Большинство корпораций финансируется посредством сочетания заемных средств и акционерного капитала. Ливеридж корпорации определяется как

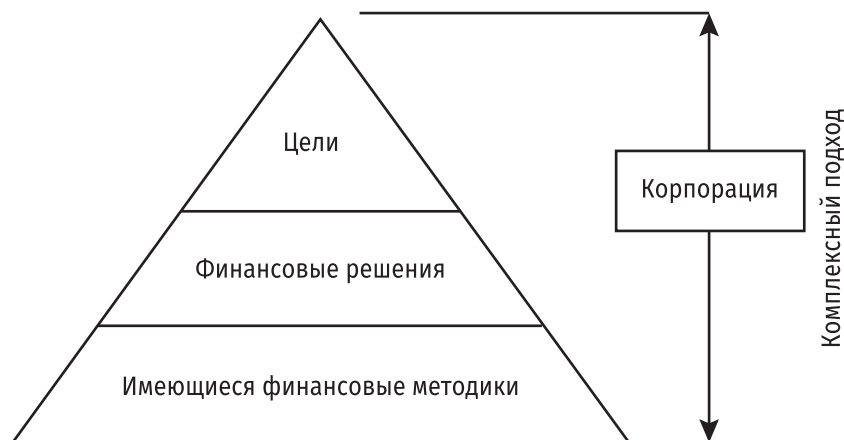


Рис. 3.20. Иерархия корпоративных целей в области финансов (Damodran A., 1997)

соотношение заемных средств к акционерному капиталу. Корпорация с высоким уровнем левериджа имеет высокий уровень задолженности, а корпорация с низким уровнем левериджа имеет большую долю акционерного капитала. Многие корпорации стараются определить взвешенную стоимость капитала.

Стоящие перед корпорациями риски в связи с соотношением заемного и акционерного капитала являются двоякими.

1. Высокий коэффициент соотношения заемного и акционерного капитала требует обслуживания задолженности в соответствии с условиями кредитования обычно за счет акционеров, получающих низкие дивидендные платежи.

2. Высокая доля акционерного капитала может привести к риску потери Советом директоров контроля над хозяйствующим субъектом в пользу акционеров.

Проектное финансирование

Концепция проектного финансирования широко применяется в сфере бизнеса и финансов в развитых странах мира, хотя до настоящего времени не существует точного юридического определения понятия «проектное финансирование».

Термин «проектное финансирование» используется для отсылки к широкому спектру финансовых структур. Однако данные структуры имеют одну общую черту: финансирование не зависит преимущественно от кредитной поддержки учредителей или стоимости задействованных физических

активов. В рамках проектного финансирования те, кто предоставляет долг с первоочередным правом требования, в существенной степени полагаются на результативность самого проекта (Tinsley R., 2000).

А. Мерна и С. Овен описывают концепцию проектного финансирования следующим образом (Merna A. and Owen C., 1998).

Каждый проект подкреплен соответствующим финансовым пакетом и обеспечен исключительно данным проектом или объектом. Проекты рассматриваются в качестве автономных структур, в правовом отношении не являющихся частью учредивших их инвесторов. Поскольку каждый проект существует самостоятельно, формируются компании специального назначения. Банки предоставляют компаниям специального назначения займы без права регресса или с ограниченным правом регресса. Это означает, что займы полностью зависят от потоков выручки, генерируемой компанией специального назначения, и что активы компании специального назначения используются в качестве обеспечения. Таким образом, хотя компания специального назначения может быть сформирована сразу несколькими инвесторами, кредиторы не имеют права потребовать никакие другие активы, кроме самого проекта.

Организации частного сектора используют проектное финансирование как средство обеспечения финансами крупных концессионных проектов вне баланса. Суть проектного финансирования заключается в создании устойчивой структуры финансирования для частных предприятий, где риски удерживаются внутри самого проекта, без права регресса к спонсорам проекта.

Основные характеристики проектного финансирования

В рамках проектного финансирования существуют характеристики, являющиеся неотъемлемой составляющей финансового инструмента (Nevitt P.K., 1983). Приведем краткое описание каждой из этих характеристик.

- Компания специального назначения – это компания, отдельная от организации-учредителя и действующая в соответствии с концессионным соглашением, которое, как правило, выдается правительством. Обычно первоначальный акционерный капитал для компании специального назначения предоставляется учредителями проектной компании. Компания специального назначения, как правило, имеет высокий леверидж ввиду высокого коэффициента соотношения заемного и акционерного капитала.

- При финансировании без права регресса кредиторы проекта не вправе требовать возмещение из нецелевых средств или активов спонсоров проекта. Однако при ограниченном праве регресса доступ к нецелевым активам

и средствам инвесторов предоставляется в том случае, если инвесторы дают гарантию возмещения определенных выявленных рисков.

К преимуществам относится следующее. Кредиторы будут иметь более высокую степень уверенности, потому что проект не обременен убытками или обязательствами, проистекающими из видов деятельности, не связанных с данным проектом. Финансирование без права регресса также помогает защитить обеспечительные интересы кредиторов в проектной компании за счет права сменить руководство проектом в случае неудовлетворительной результативности проекта или даже лишить права собственности за просроченные долги и продать проект (положения о переходе прав при невыполнении обязательств) для взыскания своей доли в максимально возможном объеме.

Недостаток может заключаться в том, что инвесторы остаются с частично завершенным объектом, имеющим небольшую остаточную стоимость или не имеющим ее вовсе. Поэтому кредиторам следует действовать крайне предусмотрительно. Им необходимо полностью удостовериться в том, что проектный объект будет достаточен для полного покрытия предоставляемого ими займа, а также облигаций и обязательств по акционерному капиталу и вдобавок ко всему этому будет обеспечивать для спонсоров разумный коэффициент прибыльности с целью сохранения их заинтересованности (Merna A. and Dubey R., 1998).

Внебалансовые транзакции

Характер проектного финансирования без права регресса предоставляет инвесторам проекта уникальный инструмент для внебалансового финансирования проекта. Такая структура позволяет осуществлять финансирование целого ряда проектов, что в противном случае было бы невозможно, особенно, если спонсоры:

- либо готовы подвергнуть свои нецелевые активы обязательствам, принимаемым в связи с проектом (или стремятся ограничить такую подверженность в этом отношении),
- либо не обладают достаточными финансовыми позициями для заимствования средств на основе своих нецелевых активов (Benoit P., 1996; Heald D., 2003).

Устойчивый поток доходов в рамках проекта как первостепенное условие финансирования

Последующий поток доходов в рамках проекта – наиболее критически важный элемент любого проектного финансирования. Все финансирование проекта зависит от обеспеченного потока доходов от проекта, поскольку кредиторы и инвесторы не могут обратиться ни к каким другим средствам, кроме

потоков доходов, генерируемых в рамках проекта после его ввода в эксплуатацию, и проектных активов, которые могут иметь остаточную стоимость или не иметь таковой (Spackman M., 2002). Поэтому учредители проекта должны продемонстрировать доказательства будущего дохода с помощью различных средств, таких как договор продажи электроэнергии для электростанции, концессионное соглашение для проекта платной автодороги, позволяющее осуществлять сбор платы за проезд, или договоры аренды с арендаторами для проекта коммерческой недвижимости (Tinsley R., 2000). Моделирование проектов с помощью компьютерного программного обеспечения может стать эффективным способом обеспечения финансирования. В модель имитационного моделирования в качестве исходных данных можно включить ожидаемые расходы и доходы для принятия решения о том, утверждать ли проект.

В широком смысле можно сказать, что проект проходит три основных этапа:

- 1) оценка проекта;
- 2) реализация проекта;
- 3) эксплуатация проекта.

Поток наличных денежных средств определяется как сумма притока и оттока наличных денежных средств в ходе этапов проекта в данный период времени. Поток наличных денежных средств в рамках проекта – единственный источник дохода для учредителя. После обслуживания задолженности, выплаты дивидендов по акциям, выплаты купонных ставок по облигациям, расходования средств на общую эксплуатацию и техническое обслуживание, а также уплаты налогов в государственную казну учредитель остается либо с прибылью, либо с убытком. Сумма прибыли или убытка зависит от условий осуществления выплат, возможностей компании специального назначения генерировать доход и рисков, сопряженных с проектом. Проект может считаться рискованным, пока он не преодолет порог безубыточности. На стадии оценки планируемые потоки наличных денежных средств в рамках проекта будут служить основой для формирования различных договорных соглашений с задействованными сторонами и для принятия решений о том, утверждать ли проект или нет.

Совокупные потоки наличных денежных средств, или, как их еще называют, чистые потоки наличных денежных средств, определяются как сумма потоков наличных денежных средств в каждый фискальный год существования проекта. Совокупный поток для определенного года в ходе жизненного цикла проекта рассчитывается путем суммирования чистого притока наличных

денежных средств и чистого оттока наличных денежных средств (Turner J.R., 1994). Совокупные потоки наличных денежных средств могут использоваться для определения прибылей или убытков в каждый период времени.

Типовая кривая совокупного потока наличных денежных средств для проекта представлена на рис. 3.21.

Точный вид кривой совокупного потока наличных денежных средств для определенного проекта зависит от таких переменных, как:

- время, потраченное на определение целей проекта;
- получение разрешений от органов власти;
- окончательное формирование проектного решения;
- окончательное оформление договоров;
- окончательное оформление финансовых соглашений;
- темпы и объем строительных работ;
- скорость выполнения работ.

Отрицательный поток наличных денежных средств до достижения порога безубыточности ясно указывает на то, что типовой проект нуждается в финансировании извне для преодоления порога безубыточности. Вид кривой также показывает, что на начальной стадии проекта требуется относительно меньший объем финансирования. По мере приближения к этапу реализации проекта постепенно увеличивается потребность в финансировании, которая достигает своего пика на стадии завершения. Данная точка определяется как обездвиживание наличных средств в рамках проекта. О темпах расходования средств также свидетельствует крутизна кривой. Темпы расходования

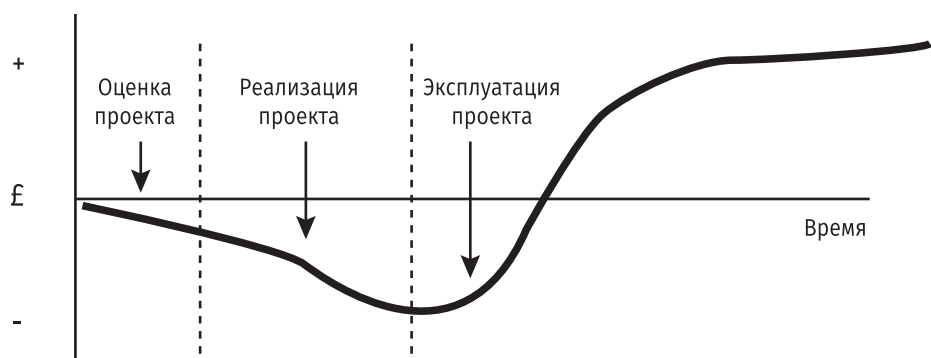


Рис. 3.21. Типовые стадии совокупного потока наличных денежных средств в рамках проекта

средств обычно называют «выгоранием наличных денежных средств», которое представляет собой темп расходования средств за указанный период времени. Чем более крутой является кривая, тем выше потребность в доступном финансировании. После того как проект вводится в эксплуатацию и начинает приносить доход, потребность в финансировании проекта извне уменьшается. Наконец, проект начинает генерировать достаточные ресурсы для осуществления эксплуатации и технического обслуживания, а также начинает приносить прибыль в виде наличных денежных средств. Однако даже после преодоления порога безубыточности проект может нуждаться в финансировании на краткосрочные периоды для выравнивания несоответствий между поступлениями и выплатами.

При проектном финансировании именно такое прогнозирование будущих потоков наличности служит основой привлечения средств для инвестирования в проект. В задачи финансового менеджера проекта входит формирование пакета для этого потока наличности таким образом, чтобы он отвечал потребностям проекта и в то же самое время был привлекательным для потенциальных агентств и частных лиц, готовых предоставить ресурсы для нужд проекта в форме инвестиций. Для эффективного достижения данной цели критически важно иметь глубокие знания о финансовых инструментах и финансовых рынках, на которых они торгуются.

Финансовые инструменты

Организациям, осуществляющим проекты, необходимо привлекать наличные денежные средства для финансирования своей инвестиционной деятельности. В большинстве случаев капитал привлекается посредством выпуска и продажи ценных бумаг. Эти ценные бумаги, которые также называют финансовыми инструментами, являются формой востребования доли от будущего потока наличных денежных средств в рамках проекта. Одновременно данные финансовые инструменты дают право предъявлять требования по активам проекта, что служит обеспечением в случае, если будущие потоки наличности не материализуются согласно ожиданиям. Характер первоочередного права предъявлять требования по потокам наличных средств и активам проекта варьируется в зависимости от используемого финансового инструмента.

Финансовые инструменты используются организацией/учредителем как средства для привлечения финансов в проект.

Традиционно финансовые инструменты имели форму заемного или акционерного капитала. Однако развитие финансовых рынков и финансовые инновации привели к появлению различных других видов финансовых ин-

струментов, совмещающих в себе характеристики заемного и акционерного капитала. Такие инструменты обычно называют мезонинными финансовыми инструментами (например, облигации). Заемный капитал дает первоочередное право предъявлять требования по всем потокам наличных денежных средств и активам проекта (Merna A. and Njiru C., 2002). Обыкновенный акционерный капитал означает долю в собственности, принадлежащую владельцам обыкновенных акций в рамках проекта. В балансе акционерный капитал равен общим активам за минусом всех обязательств. Он обладает самым низким рангом и поэтому дает право последней очереди предъявлять требования по потокам наличных денежных средств и активам проекта. Акционерный капитал лучше всего можно описать как рисковое финансирование.

Мезонинное финансирование занимает промежуточное положение между задолженностью с первоочередным правом требования и обыкновенным акционерным капиталом. Мезонинное финансирование, как правило, принимает форму субординированной задолженности, младшей субординированной задолженности и привилегированной акции либо комбинации перечисленных форм (Merna T. et. al., 2008).

Помимо заемного, акционерного капитала и мезонинного финансирования в проекте также могут использоваться некоторые другие виды инструментов, например лизинг, венчурный капитал и финансовая помощь.

Финансовые риски

Как считают некоторые специалисты, следующие финансовые риски, оказывают наибольшее воздействие на экономическую целесообразность организации/проекта (Merna T., 2002). Все эти риски влияют на вид кривой совокупного потока наличных денежных средств:

- задержка строительства;
- валютные риски;
- риски, связанные с процентной ставкой;
- риски, связанные с акционерным капиталом;
- риски, связанные с корпоративными облигациями;
- риски ликвидности;
- риски, связанные с контрагентами;
- риски, связанные с техническим обслуживанием;
- риски, связанные с налогообложением;
- риски реинвестирования;
- страновые риски.

Задержка строительства

Этот риск связан с тем, что строительство не будет завершено в срок или в соответствии с техническими условиями. Маловероятно, чтобы незавершенный проект приносил доход, поэтому кредиторы не получают выплат. Длительные задержки также могут повысить стоимость проекта и тем самым сократить его коммерческую целесообразность, в частности его способность генерировать прибыль.

Существует множество факторов, обуславливающих задержки в реализации проектов; среди наиболее распространенных – ошибки проектирования, государственное регулирование, финансовые проблемы и осуществление руководства некомпетентными инвесторами. Все вышеперечисленные риски будут оказывать негативное воздействие на экономические параметры портфеля (Leiringer R., 2003).

Валютные риски

Данные проблемы возникают при трансграничном движении капитала. С отказом от твердых валютных паритетов в начале 1970-х годов обменные курсы валют подвержены свободным колебаниям в соответствии со спросом и предложением на различные валюты. Волатильности обменных курсов дополнительно способствуют действия спекулянтов на валютном рынке. Поэтому транзакции с любыми иностранными валютами подвержены валютным рискам. Однако в некоторых случаях, если хозяйствующий субъект производит выплаты в иностранной валюте и может привязать эти выплаты к причитающейся к получению валюте, то чистая подверженность таким рискам равна нулю в силу возможности валют к конвертации. Конвертируемой валютой является та, которая может быть свободно обменена на другие валюты или на золото без специального разрешения со стороны соответствующего центрального банка. Кроме того, переход на евро в большинстве стран – членов ЕС сократил валютные риски для компаний, занимающихся торговой деятельностью в пределах данных экономик.

Риски, связанные с процентной ставкой

Риски, связанные с процентной ставкой, оказывают непосредственное влияние как на заемщика, так и на инвестора. Степень подверженности таким рискам зависит от срока погашения привлеченного займа и от конъюнктуры на финансовом рынке, где были привлечены средства.

В целом, риски, связанные с процентной ставкой, можно условно разделить на две основные категории. Во-первых, это риски, связанные с ценными бумагами или финансовыми инструментами, используемыми для привлече-

ния краткосрочного финансирования. Сроки осуществления выплат по этим инструментам наступают в короткий период времени. Риски, связанные с процентными ставками по таким инструментам, главным образом, зависят от конъюнктуры на валютных рынках. Во-вторых, это финансовые инструменты с более длительным сроком погашения, при условии, что такой длительный срок погашения разбит на более короткие периоды (Tinsley R., 2000).

Риски, связанные с акционерным капиталом

Риски, связанные с акционерным капиталом, обусловлены повышением и понижением цен на акции, что отражается на держателе данного инструмента. Однако они также влияют на акции компаний, котируемых на фондовом рынке. Такие компании могут испытывать затруднения с привлечением финансирования, если рыночные цены на их акции значительно падают в цене (Logan T.M., 2003).

Риски, связанные с корпоративными облигациями

Корпоративные облигации, чья приоритетность ниже, чем у займа и выше, чем у акционерного капитала с точки зрения предъявления требований по коммерческим активам, выпускаются корпоративными организациями для привлечения средств в виде инвестиций, при этом привлекаемые средства могут использоваться для вливания капитала в проект или портфель. Рейтинговые агентства S&P и Moody's присваивают облигациям кредитный рейтинг. Например, присвоение рейтинга AAA означает, что облигация практически так же надежна, как государственная ценная бумага; такие облигации относятся к категории первоклассных. Облигациям средней категории присваивается рейтинг A, облигациям спекулятивной категории – рейтинг B, а высокорисковым облигациям, обычно называемым мусорными, – рейтинг E. Рейтинг облигации определяется риском, связанным с организацией и деятельностью, финансируемыми посредством данной облигации. Очевидно, корпоративные организации, как и рейтинговые агентства, должны быть осведомлены о рисках, сопряженных с инвестицией. Следовательно, работа с проектными и коммерческими рисками должна проводиться прежде, чем облигации будут выпущены и им будет присвоен рейтинг (Khu S., 2002; Merna A. and Dubey R., 1998).

Риски ликвидности

Риски ликвидности – это следствие коммерческих рисков. Если проект или портфель не способен генерировать достаточно ресурсов для удовлетворения своих обязательств, то он сталкивается с риском ликвидности. Риск ликвидности – потенциальный риск, возникающий в том случае, когда юри-

дическое лицо не справляется с осуществлением причитающихся выплат по мере их возникновения. Он может включать в себя заимствование средств по повышенным процентным ставкам или продажу активов, а в некоторых случаях – проектов из портфеля по ценам ниже рыночных. Риск ликвидности чрезвычайно важен, поскольку большинство заимствований, будь то в форме кредитных или облигационных займов, предусматривает положение о перекрестном неисполнении платежных обязательств. Это означает, что если организация не выполнила любое из своих обязательств, то заем, предусматривающий положение о перекрестном неисполнении платежных обязательств, может быть отозван кредиторами с требованием немедленной выплаты. Если данное положение приводится в действие, то организация может столкнуться с еще большими проблемами ликвидности и может быть вынуждена объявить себя банкротом. Риск ликвидности обычно описывается в терминах проблем с потоком наличных денежных средств (Khu S., 2002).

Риски, связанные с контрагентами

Любая финансовая транзакция предусматривает участие двух или более сторон, при этом стороны принимают на себя потенциальные риски, обусловленные возможностью невыполнения другими сторонами платежных обязательств. Такие риски называют рисками, связанными с контрагентами. Например, если организация имеет целевую договоренность о предоставлении займа на оговоренную сумму с банком или финансовым институтом, то она берет на себя риск, связанный с тем, что кредитор может оказаться неспособен выполнить свое обязательство по предоставлению средств в согласованные сроки.

Кроме того, после того как заем был выделен, кредитор сталкивается с риском невыполнения заемщиком своих обязательств по выплате основной суммы займа и процентов по нему. Серьезность рисков, связанных с контрагентами, зависит от размера всех непогашенных позиций с определенным контрагентом (Galitz L., 1995; Smithson C.W., 1998).

В работе Д. Фрасера (Fraser D.R. et al., 1995) также обозначают следующие риски, специфические для банковского сектора:

- *кредитный риск*. Риск того, что банк не получит обратно свои деньги, предоставленные в форме займа или инвестиции (или выплата будет задержана). Именно этой причиной было обусловлено большинство случаев банкротств в банковской сфере в последние годы;
- *операционный риск*. Риск того, что операционные расходы, особенно не связанные с выплатой процентов, например расходы по выплате заработной платы и окладов, окажутся выше, чем ожидалось. Банки с ограниченными

возможностями контролировать свои расходы с большей вероятностью могут столкнуться с неприятными неожиданностями, связанными с рентабельностью. В условиях конкурентного рынка банки со слишком высокими операционными расходами будут испытывать затруднения с продолжением своей деятельности на протяжении длительного времени;

- *риск недостаточности капитала.* Риск отсутствия достаточного акционерного капитала для продолжения деятельности. Он может рассматриваться либо с экономической точки зрения как недостаточность акционерного капитала, возникающая когда клиенты отказываются оставлять свои средства в банке (причина кризиса ликвидности), либо с нормативно-правовой точки зрения, когда регуляторы банковской отрасли закрывают банк из-за того, что уровень его капитала ниже необходимого минимума;

- *риск мошенничества.* Риск, связанный с возможностью кражи средств должностными лицами, сотрудниками или посторонними лицами путем подделки документов, злоупотребления служебным положением или другими способами. Риск мошенничества обусловлен ненадлежащими банковскими процессами, способными привести к банкротству банка.

Риски, связанные с техническим обслуживанием

Риски, связанные с техническим обслуживанием, возникают в тех случаях, когда завершённый проект не функционирует эффективным образом. Операционные риски включают в себя такие факторы, как опыт и ресурсы, имеющиеся в распоряжении оператора проекта, наличие квалифицированного персонала, а также партнерские риски (Khu S., 2002).

Риски, связанные с налогообложением

Доходы, получаемые в стране, подлежат налогообложению. Наиболее вероятно, что учредители учтут в своей бизнес-модели расходы на уплату соответствующих налогов. Однако подобные модели обычно не учитывают повышение налогов, и если таковое происходит, то это может подвергнуть проект серьезной опасности (Merna A. and Njiru C., 2002).

Риски реинвестирования

Риски реинвестирования обусловлены невозможностью реинвестировать средства, полученные в виде процентов или дивидендов по инвестиции таким образом, чтобы они обеспечили ту же норму доходности, что и инвестированные средства, за счет которых они были генерированы. Например, падение процентных ставок может препятствовать тому, чтобы выплаты по облигационным купонам принесли ту же норму доходности, что и первоначальная облигация (Fabozzi F.J., 2002).

Страновые риски

Большое количество проектов реализуется корпоративными и коммерческими структурами в зарубежных странах (Ariani, 2001). В данном случае мы определяем страновой риск как риск, связанный с займами, обеспеченными государственной гарантией, или займами, непосредственно предоставляемыми зарубежному правительству; однако такое определение является очень узким. Для исключения страновых рисков важно, чтобы правительство брало на себя основную ответственность по обеспечению защиты в течение срока реализации проекта (Nagy P.J., 1979). Подробнее страновые риски рассмотрены ранее.

Нефинансовые риски, влияющие на финансирование проектов

Данные риски также влияют на вид кривой совокупного потока наличных денежных средств, а значит, на коммерческую целесообразность проекта или портфеля. Такие риски включают в себя следующее:

- динамические риски;
- неотъемлемые риски;
- риски, обусловленные нештатными ситуациями;
- риски, связанные с заказчиками;
- нормативно-правовые риски;
- репутационные риски/риски, связанные с причинением ущерба;
- организационные риски;
- интерпретационные риски.

Динамические риски

Динамические риски связаны с максимизацией возможностей. Динамические риски означают, что будут иметь место как потенциальные выгоды, так и потенциальные потери; иными словами, есть риск потерять нечто определенное взамен на приобретение чего-то неопределенного.

Каждое управленческое решение несет в себе элемент динамического риска и подчиняется только практическим правилам принятия рисков. В ходе проекта убытки и выгоды, проистекающие из рисков, чаще всего поддаются выявлению через учет их взаимосвязей (Flanagan R. and Norman G., 1993; Merna T., 2002).

Неотъемлемые риски

Метод работы с рисками зависит от характера коммерческой деятельности и от способа внутренней организации такой деятельности. Например, энергетические компании занимаются деятельностью, которой неотъемлемо

присущи риски – постоянно имеют место угрозы пожара или взрыва и риск причинения ущерба окружающей среде. Финансовые институты, напротив, в силу характера своей деятельности в меньшей степени подвержены риску пожара или взрыва по сравнению с нефтяной компанией, но они подвержены другим видам рисков. Однако уровень внимания, уделяемого управлению рисками в той или иной отрасли, так же важен, как и фактический риск, неотъемлемо присущий операционной деятельности, которая с необходимостью должна осуществляться в конкретной отрасли.

Риски, обусловленные нештатными ситуациями

Риски, обусловленные нештатными ситуациями, имеют место, когда организация напрямую подвергается влиянию события в сфере, которая находится вне ее непосредственного контроля, но от которой она в зависимости (например, ненадежные поставщики) (International Journal of Project and Business Risk Management, 1998). Обычно для покрытия расходов, возникающих в случае реализации таких рисков, отводится определенная доля от общей стоимости проекта.

Риски, связанные с заказчиками

Зависимость от одного клиента служит источником уязвимости, потому что этот клиент может закрыть свой бизнес или стать объектом поглощения со стороны соперника. Управление данным риском осуществляется путем создания более обширной базы заказчиков (International Journal of Project and Business Risk Management, 1998).

Нормативно-правовые риски

Только отслеживая потенциальные изменения в деловой среде, предприятие может рассчитывать на то, что оно сможет управлять указанными рисками. Среди недавних примеров в Великобритании – премии женщинам, испытывающим дискриминацию в вооруженных силах, страхование хронической травмы от повторяющегося напряжения, налог на непредвиденную прибыль в исключительные годы (International Journal of Project and Business Risk Management, 1998; Merna T., 2002).

В октябре 2001 года компания Railtrack Plc, котируемая на Лондонской фондовой бирже, была передана в управление временной администрации секретарем по вопросам транспорта Великобритании без проведения консультаций с ее кредиторами или акционерами. Акционеры, принимающие на себя обычные риски, связанные с ростом и падением стоимости ценных бумаг на фондовом рынке, были быстро проинформированы о новом виде риска (Merna T., 2002).

Репутационные риски/риски, связанные с причинением ущерба

Это не самостоятельные риски, а, скорее, последствия иных рисков, таких как мошенничество, снос здания, ненадлежащее реагирование на жалобы, неуважительное отношение к окружающим. Основной ущерб наносится именно вследствие отсутствия контроля, а не события как такового. Компания может выйти из посткризисной ситуации достойно при условии правильной коммуникации со СМИ (Leiringer R., 2003).

Организационные риски

Неудовлетворительная инфраструктура может привести к слабому контролю и неправильной коммуникации, что чревато целым рядом последствий для бизнеса. Хорошо отлаженная коммуникация служит залогом эффективного управления рисками (Borge D., 2001).

Интерпретационные риски

Данные риски имеют место, когда эффективная коммуникация между руководством и персоналом организации оказывается невозможной из-за использования профессионального языка (жаргона). Строители, ученые, химики, банковские работники – все используют собственную терминологию, но, пожалуй, труднее всего понять специалистов по страхованию, которые пользуются общеупотребительными словами в узкоспециальных значениях. Даже одни и те же слова в контексте одной и той же профессии имеют разное значение, например в Великобритании и США.

Управление финансовыми рисками

Существуют различные методы управления рисками. Ниже рассматривается ряд рисков, связанных с финансовыми аспектами, и возможных способов их смягчения (Merna A. and Njiru C., 2002):

- задержка строительства;
- валютные риски;
- риски, связанные с процентной ставкой;
- риски, связанные с акционерным капиталом;
- риски, связанные с корпоративными облигациями;
- риски ликвидности;
- риски, связанные с контрагентами;
- риски, связанные с техническим обслуживанием;
- риски, связанные с налогообложением;
- риски реинвестирования;
- страновые риски.

Задержка строительства

Учредитель может ограничить строительные риски, используя договоры с фиксированной стоимостью (обычно это договоры с фиксированной стоимостью «под ключ») и взимая неустойку с подрядчиков, если они не завершат проект в срок. Однако если показатели результативности окажутся лучше, чем ожидалось, то подрядчикам могут быть выплачены премиальные. В большинстве обстоятельств неустойка покрывает дополнительные выплаты процентов, вызванные задержкой, и компенсирует инвесторам в акционерный капитал упущенную выгоду и понесенные фиксированные расходы. Однако, как утверждает Дж. Рустер, неустойка всегда имеет верхний предел, равный определенному проценту от стоимости договора (обычно 10–15%) (Ruster J., 1996).

Для покрытия роста непредвиденных расходов учредитель также может включить в строительную смету средства на нештатные ситуации. В некоторых случаях учредитель организует резервный кредит для покрытия дополнительных расходов, которые могут возникнуть во время строительства или на начальном этапе эксплуатации проекта. Резервные кредиты дороги в организации и обслуживании, и их следует избегать, если доступны более дешевые займы для покрытия подобных издержек (Merna A. and Smith N.J., 1996).

Другой способ управления строительными рисками – это страхование. Страхование варьируется от обязательств в отношении сотрудников до обстоятельств непреодолимой силы.

Валютные риски

Колебания валютных курсов могут привести к проблемам, если доход, генерируемый проектом, выражен в местной валюте, а выплата займа производится в иностранной валюте. Если происходит девальвация местной валюты по отношению к иностранной валюте, то учредителю придется обменять больше местной валюты для обслуживания долга, на что, в свою очередь, уйдет часть прибыли от проекта и что отразится на его коммерческой целесообразности (Argiani, 2001). Существует несколько методик финансового инжиниринга, которыми может воспользоваться учредитель для управления валютными рисками (Khu S., 2002), а именно следующее.

Валютный форвард. Данная методика устраняет риск за счет фиксации обменного курса, по которому будут происходить будущие торговые операции. При этом заключается форвардный контракт, в котором устанавливается валютный курс для нескольких будущих платежей по текущей ставке. Такой контракт служит защитой от будущих колебаний обменных курсов валют, используемых в рамках проекта.

Валютные свопы. Это еще один способ управления рисками. Учредитель берет заем в твердой валюте и финансирует проект в местной валюте. Учредитель может заключить соглашение, в соответствии с которым осуществляется своп твердой и местной валют, что позволяет финансировать проект в твердой валюте.

Валютные опционы. Данный метод сокращения риска заключается в фиксации обмена с предоставлением учредителю опциона для приобретения валюты на открытом рынке, если обменные курсы выгодны для компании.

Использование местной валюты. Использование местной валюты в развивающихся странах для финансирования проектов может обеспечить преимущества, потому что это сокращает зависимость проекта от иностранной валюты.

Риски, связанные с процентной ставкой

Колебание процентных ставок может иметь значительные последствия для организации/учредителя. Однако для нейтрализации этой проблемы на рынке производных финансовых инструментов были разработаны методики финансового инжиниринга. Эти методики включают в себя следующее (Glen J.D., 1993).

Соглашение о форвардной процентной ставке. Данные соглашения аналогичны фьючерсным контрактам, хотя они обладают дополнительными преимуществами. Эти преимущества заключаются в том, что соглашения о форвардной процентной ставке (FRA) могут быть индивидуализированы таким образом, чтобы в них были прописаны сроки и суммы, соответствующие подверженности факторам риска; при этом соглашения о форвардной процентной ставке согласуются с местным банком, что упрощает подтверждение кредитоспособности. Рассмотрим такой пример соглашения о форвардной процентной ставке: допустим, учредитель хочет взять заем в размере 5 млн рублей через шесть месяцев, когда будет погашена текущая задолженность, но учредитель ожидает, что процентная ставка увеличится. Ожидаемый рост процентной ставки может быть компенсирован за счет заключения в текущий момент времени соглашения о форвардной процентной ставке по кредиту, который будет предоставлен через шесть месяцев.

Процентный своп. Процентный своп представляет собой соглашение между двумя сторонами об обмене платежами на основе фиксированных или плавающих процентных ставок в одной и той же валюте в течение определенного периода времени.

Допустим, что компания располагает активами, которые приносят фиксированный поток дохода, не зависящий от колебаний процентных ставок.

Для финансирования своей деятельности компания берет заем по плавающей ставке. Это обуславливает несоответствие между ее доходом (который постоянен) и ее текущими расходами (которые колеблются вместе с изменениями процентных ставок).

Для защиты от такого риска несоответствия компания может заключить процентный своп. Она заплатит второй стороне фиксированный процент и получит от второй стороны платеж по плавающей ставке, который затем может использоваться для обслуживания ее займов по плавающим ставкам. Основные суммы задолженности обычно не подлежат обмену и выражаются в номинале. Стороны, как правило, договариваются об урегулировании платежей посредством взаимозачета, при этом сторона, задолжавшая большую сумму, выплачивает разницу другой стороне.

Свопы, привязанные к индексу потребительских цен. Своп, привязанный к инфляции или к индексу потребительских цен (ИПЦ), позволяет сторонам управлять риском, связанным с тем, что уровень инфляции оказывается выше или ниже ожидаемого.

Предположим, компания получает ряд фиксированных равнозначных выплат в виде наличных денежных средств. Инвестор уверен в размере этих выплат, но он в то же время обеспокоен тем, что их покупательная способность будет уменьшаться вследствие инфляции. Для хеджирования данного риска он договаривается о свопе, привязанном к ИПЦ, в соответствии с которым он производит в пользу другой стороны фиксированные платежи и, в свою очередь, получает платежи, привязанные к ИПЦ. При этом инвестор отказывается от своего определенного платежа в обмен на платеж, который будет иметь такую же покупательную способность с течением времени.

Одна из наиболее популярных разновидностей свопа, привязанного к ИПЦ, – своп реальных ставок. Он похож на процентный своп, за исключением того, что в нем используются реальные процентные ставки, т. е. за вычетом инфляции, вместо номинальных процентных ставок (обычное число в процентах). При данном виде свопа сторона, например, Пенсионный фонд, может инвестировать в портфель облигаций с фиксированной процентной ставкой и обменять платежи в виде фиксированных потоков наличных денежных средств от облигаций на потоки наличных денежных средств, которые соответствуют временным и инфляционным характеристикам пенсионных выплат.

Верхний и нижний предел процентного коридора. Данная мера может способствовать сокращению рисков. Например, учредитель согласует с банком срочный заем по ставке LIBOR + 2%. Учредитель также договаривается

о верхнем пределе в размере 7% и о нижнем пределе на уровне 5%, создавая тем самым фиксированные максимум и минимум процентной ставки по займу. В соответствии с данным соглашением учредитель не будет платить проценты выше уровня 7%, если процентные ставки вырастут. Однако если процентная ставка опустится ниже 5%, то учредитель будет вынужден платить разницу (Khu S., 2002).

Риски, связанные с акционерным капиталом

Управлять рисками, связанными с акционерным капиталом, можно посредством вторичного страхования или хеджирования. Для эмитента ценных бумаг риск изменения цены ценных бумаг является не прямым, а косвенным. Рыночная цена ценных бумаг является своего рода барометром состояния организации. Если организация функционирует эффективно или имеет мощный потенциал для повышения результативности своей деятельности, то рыночная цена ценных бумаг такой организации будет высокой. Все большее количество инвесторов будут испытывать желание владеть акциями такой организации. Она будет обеспечивать хороший потенциал для увеличения дополнительных ресурсов либо посредством эмиссии большего числа ценных бумаг, либо с помощью долговых финансовых инструментов. В то время как инвесторы в акционерный капитал могут использовать инструменты финансового инжиниринга для управления данным риском, эмитентам ценных бумаг не разрешается осуществлять подобные операции с собственными акциями, потому что они обладают внутренней информацией об организации, что может подтолкнуть их к участию в неправомерных спекуляциях за счет владельцев акционерного капитала, не имеющих доступа к подобной информации. Однако иногда организации, испытывающие потребность в средствах при падении цен их акций, прибегают к эмиссии бонусных акций для имеющихся владельцев акционерного капитала по ценам ниже рыночных, чтобы сохранить заинтересованность этих инвесторов по отношению к организации, а также привлечь дополнительные ресурсы. В долгосрочной перспективе организация должна обеспечивать хорошую результативность, если она желает, чтобы ее акции демонстрировали хорошие показатели (Cornell B., 1999).

Риски, связанные с корпоративными облигациями

Конвертируемая облигация дает своему владельцу право обменять ее на определенное число акций до наступления срока погашения облигации. Замена долгового инструмента на долю в акционерном капитале изменит уровень левериджа компании. Когда результативность компании не очень высока, для

нее предпочтителен низкий уровень левириджа. Однако в идеальных условиях владельцы конвертируемых облигаций предпочли бы сохранить облигации и не обменивать их на акции, потому что это могло бы сократить их инвестиции (Merna A. and Dubey R., 1998).

Риски ликвидности

Успешное управление риском ликвидности основывается на успешном управлении наличными денежными средствами в рамках проекта. Задержки в строительстве и вводе в эксплуатацию, проблемы с эксплуатацией проекта, трудности с входящими поставками и сбытом продукции – все это может привести к несоответствию между притоком и оттоком наличных денежных средств и, как следствие, к риску ликвидности.

Проблему ликвидности, вызванную перерасходом средств, можно решить с помощью резервного кредита. Хотя услуги предоставления резервного кредита являются дорогими по сравнению с обычными займами, они служат «подушкой безопасности» в случае перерасхода средств.

Еще одним способом управления риском ликвидности служит своп долговых обязательств на акции. Если проблема с ликвидностью является краткосрочной и проект имеет хороший потенциал успеха, то кредиторы, предоставившие заемный капитал, могут согласиться конвертировать долговые обязательства в акции. Это дает им в будущем право на участие в прибыли компании. Конвертация долговых обязательств в акции полностью меняет характер задолженности компании. По акциям компании необходимо производить акционерам выплаты только в случае объявления дивидендов. Это помогает управлять ликвидностью компании, но за счет сокращения левириджа. Свопы долговых обязательств на акции рассматривались в рамках проекта тоннеля под Ла-Маншем (Merna A. and Smith N.J., 1996).

Управление ликвидностью основывается на восьми ключевых принципах (Merna T. et al., 2008).

1. Разработка структуры для управления ликвидностью.
2. Измерение и мониторинг потребностей в чистом финансировании.
3. Управление доступом к рынку.
4. Планирование действий в нештатных ситуациях.
5. Управление ликвидностью в иностранной валюте.
6. Внутренние механизмы контроля для управления рисками ликвидности.
7. Значение публичного раскрытия информации для повышения ликвидности.
8. Осуществление надзора.

Риски, связанные с контрагентами

Контроль рисков, связанных с контрагентами, осуществляется за счет вовлеченности обеих сторон в проект посредством мониторинга их кредитных рисков и высвобождения средств лишь после выполнения другой стороной своих обязательств (Galitz L., 1995; Smithson C.W., 1998).

Риски, связанные с техническим обслуживанием

Эксплуатация проекта оператором, который имеет хорошую репутацию и устойчивое финансовое положение и чья результативность гарантирована, должна свести риски, связанные с техническим обслуживанием, к минимуму. Однако есть и другие способы хеджирования эксплуатационных рисков, а именно: соглашения с поставщиками оборудования и средств производства, страхование убытков от приостановки деятельности, страхование упущенной выгоды в первые годы деятельности (Tinsley R., 2000).

Риски, связанные с налогообложением

Налогообложение относится к внешним факторам влияния и находится вне контроля учредителя. Режимы налогообложения оказывают огромное влияние на коммерческую целесообразность проекта. Однако власти могут привлекать зарубежных учредителей, освобождая их от уплаты налога на прибыль предприятий на концессионный период (так называемые «налоговые каникулы») и предлагая им схемы с фиксированным налогом на концессионный период (Merna A. and Njiru C., 2002).

Риски реинвестирования

При инвестировании доходов, полученных от проекта или портфеля, необходимо проводить тщательный анализ для обеспечения того, чтобы будущие инвестиции приносили еще более высокие доходы, чем в случае реинвестирования в первоначальный проект или портфель. Излишки в виде наличных денежных средств, получаемые с портфеля или проектов, могут быть использованы для перекрестного залогообразования или инвестированы в другие коммерчески целесообразные предприятия.

Страновые риски

Управление рисками, сопряженными с инвестированием средств в различные страны мира, возможно лишь посредством комплексной оценки страновых рисков до утверждения проекта. Это позволяет выявлять и анализировать возможные риски. Следовательно, могут быть предусмотрены меры действий в нештатных ситуациях в случае материализации рисков. Однако в результате анализа рисков может быть выявлено, что проект несет в себе слишком много рисков, и тогда он может быть не утвержден (Ariani, 2001; Merna T., 2002).

Литература к главе 3

1. Портер М.Е. Конкурентное преимущество. М.: Альпина Бизнес, 2005.
2. Современный стратегический менеджмент: учебник для магистров / под ред. А.Н. Петрова. СПб.: Изд-во СПбГУЭ, 2018. 566 с.
3. Al-Bahar J.F. and Crandell K.C. Strategic Risk Management Approach for Construction Projects // *ASCE Journal of Construction Engineering and Management*. 1990. Vol. 16. № 3, September.
4. Andersen Torben Juul. Ed. Perspectives on Strategic Risk Management. Frederiksberg. Copenhagen, DNK: Copenhagen Business School Ptes, 2006.
5. Ariani. Country Risk in Infrastructure Finance. MSc Thesis. UMI ST. Manchester, 2001.
6. Barnes M. Masters of Uncertainty // *Project*. 2007. Vol. 19. Issue 7, February.
7. Blanden R. What is Strategy? // *Project*. 2002. Vol. 15. Issue 2.
8. Blythe J. Essentials of Marketing. Pitman, London, 1998.
9. Borge D. The Book of Risk: Risk Taking. John Wiley & Sons, Chichester, 2001.
10. Bower D. and Merna A. Finding the Optimal Contractual Arrangement for Projects on Process Job Cites // *Journal of Management in Engineering*. 2002. Vol. 18. №. 1. P. 17–20.
11. Chapman R. The Effectiveness of Working Group Risk Identification and Assessment Techniques // *International Journal of Project of Project Management*. 1998. Vol. 16. No. 6. P. 337, Surrey.
12. Chapman C.B. and Ward S.C. Project Risk Management: Processes. Techniques and Insights. John Wiley & Sons. Chichester, 1997.
13. Clarke C.J. and Varma S. Strategic risk management – the new competitive edge // *Long Range Planning*, 1999. 32 (4).
14. Cooper D. and Chapman C. Risk Analysis for Large Projects: Models, Methods and Cases. John Wiley & Sons, Chichester, 1987.
15. Cooper R.G., Edgett, S.J and Klienschmidt E.J. Portfolio Management for New Products. Perseus. New York, 1998.
16. Damodran A. Corporate Finance. Theory and Practice. John Wiley & Sons, New York, 1997.
17. Dawson P.J., Mawdesley M.J. and Askew W.H. A Risk Perspective Approach to Risk Management. A Construction Organization: First International Conference on Construction Project Management, Singapore., 1995.

18. De Wit. B. and Meyer R. *Strategy – Process, Content: Context, An International Perspective*. West, New York, 1994.
19. Dobins R. *Portfolio Theory and Investment Management: An Introduction to Modern Portfolio Theory*, Blackwell Science, Oxford, 1994.
20. Energy Information Administration *Financial Performance*. September [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fedstats.gov/key_stats/EIAkey.html.
21. Fabozzi F.J. *The Handbook of Financial Instruments*. John Wiley & Sons. New York, 2002.
22. Fabozzi F.J. and Markowitz H.M. *Theory and Practice of Investment Management*. John Wiley & Sons. New York, 2002.
23. Flanagan R. and Norman G. *Risk Management and Construction*, Blackwell, Oxford, 1993.
24. Foster. C. Time is on the side of PPP as partnerships grows up. *Sunday Herald, Glasgow*. 2002. 21 July.
25. Frank M. and Merna T. *Portfolio Analysis for a Bundle of Projects // Journal of Structured and Project Finance*. 2003. Vol. 9. No. 3. Fall. P. 80–87.
26. Fraser B.W. *Managing Risk Proactively // Strategic, Finance*. 2003. Vol. 84. No. 10. P. 36–40.
27. Fraser D.R., Gup B.E. and Koiari J.W. *Commercial Banking: The Management of Risk*. West. Minneapolis, 1995.
28. Galitz L. *Financial Engineering: Tools and Techniques to Manage Financial Risks*. Pitman. London, 1995.
29. Ghasemzadeh F. and Archer N.P. *Portfolio Selection Through Decision Support // Decision Support Systems*. 2000. Vol. 29, p. 73–88.
30. Glen J.D. *How Firms in Developing Countries Manage Risk*. Discussion Paper No. 17. International Finance Corporation (IFC), Washington. DC, 1993.
31. Harley M. *Integrated risk management – the complete guide to a new way of looking at risk and its management*. Financial Times Information Management Report, 1999.
32. Hwee N.G. and Tiong R.L.K. *Model on Cash Flow Forecasting and Risk Analysis for Contracting Firms // International Journal of Project Management*. 2001. Vol. 20, p. 351–363.
33. *International Journal of Project and Business Risk Management. Embedded Operational Risk Management and Key Competencies in the Modern Adaptive Organisation*. 1998. Vol. 2. Issue 1. Spring.
34. Iverson D. *Strategic Risk Management: A Practical Guide in Portfolio Risk Management (1)*. Somerset, SG: Wiley, 2013.

35. Jacoby J. and Jaccard J. The Sources. Meaning and Validity of Consumer Complaint Behaviour: A Psychological Analysis // *Journal of Retailing*. 1981. Vol. 57. № 3, p. 4–22.
36. Johnson G., Scholes K. *Exploring Corporate Strategy*, 4th Edition. Prentice Hall Europe, Harlow, 1999.
37. Khan S. *Intelligent Thinking* // *Project*. 2006. Vol. 19. Issue 6, Dec/Jan 06/07.
38. Khu S. *An Investigation to Determine the Allocation of Financial Instruments Associated with the Risks Identified in Project Activities*. PhD Thesis. UMIST, Manchester, 2002.
39. Lamb D, and Merna A. *A Guide to the Procurement of Privately Financed Projects*. Thomas Telford. London, 2004a.
40. Langford D. and Male S. *Strategic Management in Construction*. Blackwell Science, Oxford, 2001.
41. Leftly M. Big Three to Bid for PFI Hospital Bid // *Building Magazine*. 2003. May.
42. Leiringer R. *Technological Innovations in the Context of Public Private Partnership Projects*. Doctoral Thesis. KTH Industrial Economics and Management, Stockholm, 2003.
43. Logan Twila Mae. *Combining Real Options and Decision Tree: An Integrated Approach for Project Investment Decisions and Risk Management* // *Journal of Structured and Project Finance*. 2003. Vol. 9. No. 3, Fall.
44. Maylor H. *Project Management: The nature and context of project management*. Pitman. London, 1996.
45. McDowall E. (2001). *Bundling School PFI Contracts* // *Facilities Management*. 2001. March, p. 8–9.
46. McNamee P.B. *Tools and Techniques for Strategic Management*. Pergamon Press, Oxford, 1985.
47. Merna A. and Dubey R. *Financial Engineering in the Procurement of Projects*. Asia Law & Practice. Hong Kong, 1998.
48. Merna A. and Merna T. *Development of a Model for Risk Management at Corporate, Strategic Business and Project Levels* // *Journal of Structured and Project Finance*. 2004. Vol. 10. № 1. P. 79–85.
49. Merna A. and Njiru C. *Financing Infrastructure Projects*. Thomas Telford London, 2002.
50. Merna A and Owen C. *Understanding the Private Finance Initiative – The New Dynamics of Project Finance*. Asia Law & Practice. Hong Kong, 1998.

51. Merna A. and Smith N.J. *Projects Procured by Privately Financed Concession Contracts*, Vols. 1 and 2. Asia Law & Practice, Hong Kong, 1996.
52. Merna T. and Al-Thani, Faisal F. *Corporate Risk Management (2)*. Hoboken, GB: Wiley, 2008.
53. Merna T. and Young R. *Portfolio Analysis for a Bundle of Investments*. BT Conference Paper. Manchester, 2005.
54. Merna T. *Risk Management at Corporate. Strategic Business and Project Level*. MPhil Thesis, UMIST. Manchester, 2002.
55. Merna T. *Management and Corporate Risk. Appraisal, Risk and Uncertainty*, Edited by Smith. N.J. Thomas Telford. London, 2003.
56. Meta Group. *The Business of Portfolio Management: Balancing Risk, Innovation and ROI*. January. Stamford, 2002.
57. Monbiot G. *Captive State: The Corporate Takeover of Britain*, Pan. London, 2000.
58. Munro E. *The world of project bundling: a dream or a nightmare? // PFI Intelligence Bulletin*. 2001. January.
59. Nagy P.J. *Country Risk: Quantify and Monitor it*. Euromoney. London, 1979.
60. Nevitt P.K. *Project Finance*, 4th Edition. Bank of America Financial Services, New York, 1983.
61. Newland K.E. *On behalf of the APM SIC for Risk Management Benefits of Risk Analysis and Management // Project*. 1997. November.
62. Norris C. et al. *Project Risk Analysis and Management. A Guide by the APM*. Association for Project Management Norwich, 2000.
63. Oldfield A. and Ocock M. *3rd Annual. Risk Symposium Proceedings, Risk Assessment for Strategic Planning // Project Manager Today*. 1999. October. P. 35S.
64. Parkinson J.E. *Corporate Power and Responsibility*. Oxford University Press, Oxford, 1993.
65. Pavyer E. *SOX: A Foot in the Door // Project*. 2005. Vol. 17, Issue 7. February.
66. Pollio G. *International Project Analysis and Financing*. Macmillan. London, 1999.
67. *PMBOK. A Guide to the Project Management Body of Knowledge*. Project Management Institute (PMI), USA, 1996.
68. Porter M.E. *From Competitive Advantage to Corporate Strategy // Harvard Business Review*. 1987. May/June. P. 43–59.

69. Pressinger C. Project Portfolio Risk Management – Managing Business Risk Across a Full Portfolio of Strategic Change Programmes within Companies. Unpublished MSc dissertation, University of Manchester, Manchester, 2005.

70. Public Private Partnership-Initiative NRW (2003). Finanzministerium des Landes Nordrhein – Westfalen [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ppp.nrw.de> .

71. Rahman T. Property Portfolio Construction in the UK Property Market. MSc Dissertation, UMIST, Manchester, 1997.

72. Reichmann P. Profile Business // Sunday Times. 1999. 7 March, Section 3, p. 6.

73. Ruster J. Mitigating Commercial Risks in Project Finance. Public Policy for the Private Sector, Note 69. World Bank, Washington, DC, 1996.

74. Silk M., Tse J. and Lui R. Portfolio project financing: The Asian perspective. Project Finance International, July, London, 2002.

75. Simister S.J. The Usage and Benefits of Project Risk Analysis and Management // International Journal of Project Management. 1994. Vol. 12, part 1.

76. Simon P. et al. Project Risk Analysis and Management Guide: PRAM. APM, Norwich, 1997.

77. Smith. J.E. Cash Flow Management. Wood head -Faulkner, Cambridge, 1975.

78. Smith N. Engineering Project Management. Blackwell Science, Oxford, 1995.

79. Smith N.J. Managing Risk in Construction Projects. Blackwell Science, Oxford, 1999.

80. Smith G. Too Many Types of Quality Problems: Categorizing Your Problems in Solution Relevant Ways // Quality Progress. 2000. Vol. 33. № 4. P. 43–49.

81. Smithson C.W. Managing Financial Risk: A guide to derivative products, financial engineering, and value maximization. McGraw-Hill. N.Y., 1998.

82. Spackman M. Public -private partnerships: lessons from the British approach. Economic Systems. London, 2002.

83. The Economist. Finance and Economics: Meet the Risk Mongers // Risk Management Moves In-house. 1998. 18 July.

84. Thompson P.A. and Perry J.G. Engineering Project Risks – A guide to project risk analysis and assessment // SERC Project Report. 1992. Vol. 15. No 1.

85. Tinsley R. Advanced Structured Financing: Structured Risk. Euromoney Books, London, 2000.

86. Traynor V.T. Project Risk Analysis. MSc Thesis. UMIST. Manchester, 1990.
87. Turner J.R. Project Management // Future Development for the Short and Medium Term, International Journal of Project Management. 1994. Vol. 12. № 1. P. 3–4.
88. Turner R. and Simister J. The Handbook of Project Management / Edited by D. Lock. Gower. Aldershot, 2000.
89. Witt E. Commercial Risk in a Portfolio of Projects. MSc Thesis, UMIST, Manchester, 1999.
90. Ye S. and Tiong R.L.K. NPV-at-Risk in Infrastructure Project Evaluation // Journal of Construction Engineering and Management. 2000. May/June. P. 227–233.

Приложение 1. ХОЛДИНГ КАК ОРГАНИЗАЦИОННАЯ ФОРМА КОРПОРАЦИИ

Холдинг (юридическая справка)

Гражданский кодекс РФ не предусматривает такого понятия, как «холдинг», в связи с чем данное понятие не является отдельной организационно-правовой формой юридического лица.

Фактически холдингом принято именовать такую форму объединения коммерческих организаций, которая основана на экономическом контроле одного участника над другими.

Термин «холдинговая компания» был употреблен впервые в российском законодательстве в Законе РФ от 03.07.1991 № 1531-1 «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации». Согласно этому Закону, Государственный комитет по управлению государственным имуществом и комитеты по управлению имуществом субъектов РФ были призваны содействовать созданию холдинговых компаний (п. 2 ст. 4, п. 2 ст. 5 Закона).

Понятие холдинга также было дано в Указе Президента РФ от 16.11.1992 № 1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий», утвердившем Временное положение о холдинговых компаниях, создаваемых при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества (далее – Временное положение).

Так, согласно п. 1.1 Временного положения холдинговой компанией признается предприятие независимо от его организационно-правовой формы, в состав активов которого входят контрольные пакеты акций других предприятий.

В настоящее время согласно ст. 4 Федерального закона от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности» установлено, что «банковским холдингом признается не являющееся юридическим лицом объединение юридических лиц» (далее – участники банковского холдинга).

Таким образом, в случае приобретения одним юридическим лицом контрольного пакета акций других юридических лиц подобное предприятие именуется холдингом.

При этом под контрольным пакетом акций понимается любая форма участия в капитале предприятия, которая обеспечивает безусловное право

принятия или отклонения определенных решений на общем собрании его участников (акционеров, пайщиков) и в его органах управления.

Предприятия, контрольные пакеты акций которых входят в состав активов холдинговой компании, именуются дочерними.

Из изложенного следует, что холдинг как объединение юридических лиц само по себе юридическим лицом не является, а представляет собой лишь определенный способ коммерческого объединения.

Структура холдинга

Наиболее распространенной является структура холдинга, которая состоит из нескольких юридических лиц, а именно основного (головного) общества и подконтрольных ему дочерних хозяйственных обществ.

При этом хозяйственное общество признается дочерним, если другое (основное, головное) хозяйственное товарищество или общество в силу преобладающего участия в его уставном капитале либо в соответствии с заключенным между ними договором, либо иным образом имеет возможность определять решения, принимаемые таким обществом (ст. 67.3 ГК РФ, ст. 6 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», ст. 6 Федерального закона от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»).

В юридической литературе отмечается, что «под холдингом обычно понимается группа юридических лиц, отличительной чертой которой является то, что **головная организация владеет контрольными пакетами акций (долей в уставном капитале) дочерних обществ**». В связи с этим считается, что головная организация способна определять финансово-хозяйственную деятельность дочерних обществ. В свою очередь, дочерние общества часто владеют контрольными пакетами акций (долей) других организаций и т.д. В итоге может образовываться пирамидальная структура, состоящая из множества этажей. При этом входящие в холдинг субъекты не теряют своей правоспособности. Не становится субъектом права и группа лиц, образующая холдинг» (Цепов Г.В. Обеспечение интересов головной компании в холдинге // Закон. 2007. № 3).

Исходя из данного подхода и понятия «холдинг», **термин «головная (материнская) организация» отражает лишь роль и место отдельной организации в структуре холдинга и не обозначает отдельного вида юридического лица**. Поскольку холдинги являются не отдельным видом юридических лиц, а лишь формой объединения юридических лиц, то они могут быть созданы с участием юридических лиц различных организационно-правовых форм.

Согласно действующему законодательству, государственные и муниципальные унитарные предприятия могут быть участниками (членами) коммерческих и некоммерческих организаций, в которых в соответствии с Федеральным законом допускается участие юридических лиц. Однако унитарные предприятия не вправе выступать учредителями (участниками) кредитных организаций.

Решение об участии унитарного предприятия в коммерческой или некоммерческой организации, о распоряжении вкладом (долей) в уставном (складочном) капитале хозяйственного общества или товарищества, а также принадлежащими унитарному предприятию акциями может быть принято унитарным предприятием только с согласия собственника (ст. 6 Федерального закона от 14.11.2002 № 161-ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях»).

Таким образом, если унитарное предприятие обладает контрольным пакетом акций (долей участия) в уставном капитале другого хозяйственного общества, то имеются основания говорить о существовании холдинга и, соответственно, отношений экономического контроля между унитарным предприятием и хозяйственным обществом.

Исходя из изложенного можно определить, что холдинг не является отдельным юридическим лицом, но представляет собой определенную форму объединения юридических лиц, а именно основного общества и подконтрольных ему дочерних хозяйственных обществ различных организационно-правовых форм.

Указанное определение холдинга нашло свое отражение и в судебной практике. Суды также отождествляют понятие холдинга с группой лиц (Постановление Арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 17.12.2020 № Ф04-427/2019 по делу № А46-10789/2016 (Определением Верховного Суда РФ от 06.04.2021 № 304-ЭС20-2349(2) отказано в передаче дела для пересмотра в порядке кассационного производства данного Постановления), Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 18.11.2020 № Ф09-7953/19 по делу № А76-21416/2019 (Определением Верховного Суда РФ от 09.03.2021 № 309-ЭС21-806 отказано в передаче дела для пересмотра в порядке кассационного производства данного Постановления), Постановление Шестого арбитражного апелляционного суда от 28.10.2020 № 06АП-4332/2020 по делу № А73-22298/2019 (Постановлением Арбитражного суда Дальневосточного округа от 22.01.2021 № Ф03-5692/2020 данное Постановление оставлено без изменения)).

Порядок создания холдинга и управления им

Основанием для создания холдинговых отношений между юридическими лицами могут выступать различные гражданско-правовые договоры. К таким договорам могут быть, в частности, отнесены договоры доверительного управления имуществом, договоры о совместной деятельности, залога имущества или франчайзинга.

Наиболее распространенный способ возникновения холдинговых отношений – это заключение договоров доверительного управления акциями, условием которых является передача доверительному управляющему права голосовать являющимися предметом доверительного управления акциями.

При этом для квалификации возникающих или возникших отношений между юридическими лицами как холдинговых они должны иметь стабильный и системный характер.

Этот вывод подтверждается судебной практикой. Так, в Постановлении ФАС Северо-Западного округа от 15.05.2002 по делу № А56-17968/01 суд указал, что признание одного юридического лица дочерним обществом другого юридического лица связано с наличием у последнего возможности определять решения, принимаемые всеми органами управления первого, а не только влиять на отдельные действия в рамках гражданско-правового договора между этими лицами. При этом суд установил, что само по себе заключение между организациями договоров комиссии не может служить основанием для признания их дочерним и основным обществами.

В п. 13 Обзора судебной практики Верховного Суда Российской Федерации № 1 (2019), утв. Президиумом Верховного Суда РФ 24.04.2019, отмечено, что отсутствие формального признака контроля (50% и более участия в уставном капитале дочернего общества) не препятствует установлению наличия у основного общества иной фактической возможности определять решения, принимаемые дочерним обществом; фактическая возможность определять такие решения не связана напрямую с размером участия одного общества в уставном капитале другого или наличием договора между ними, а обусловлена, например, корпоративной структурой группы компаний, порядком заключения сделок, установленным внутри такой группы, степенью участия в управлении обществом со стороны иных участников общества и т.д.

Законодательством предусмотрены определенные формы осуществления контроля и управления участниками общества над деятельностью его органов и финансово-экономическим состоянием:

– рассмотрение и утверждение годового отчета, годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности общества на годовом общем собрании акционеров (участников) общества (пп. 11 п. 1 ст. 48 Закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», пп. 6 п. 2 ст. 33 Закона «Об обществах с ограниченной ответственностью»);

– избрание на общем собрании участников ревизионной комиссии (ревизора) общества для проверки (ревизии) финансово-хозяйственной деятельности общества (ст. 85 Закона «Об акционерных обществах» и ст. 47 Закона «Об обществах с ограниченной ответственностью»);

– утверждение на общем собрании аудиторской организации (индивидуального аудитора), не связанной имущественными интересами с обществом или его участниками, для проведения аудиторской проверки ведения бухгалтерского учета и финансовой (бухгалтерской) отчетности общества (ст. 86 Закона «Об акционерных обществах», пп. 10 п. 2 ст. 33, ст. 48 Закона «Об обществах с ограниченной ответственностью»).

Приложение 2. ПОЛОЖЕНИЕ О СОВЕТЕ ДИРЕКТОРОВ ПАО «ГАЗПРОМ»

УТВЕРЖДЕНО

решением годового Общего собрания акционеров ПАО «Газпром» от 30 июня 2016 г., протокол № 1 с изменениями, внесенными решением годового Общего собрания акционеров ПАО «Газпром» от 30 июня 2017 г., протокол № 1, решением годового Общего собрания акционеров ПАО «Газпром» от 28 июня 2019 г., протокол № 1, решением годового Общего собрания акционеров ПАО «Газпром» от 26 июня 2020 г., протокол № 1, решением годового Общего собрания акционеров ПАО «Газпром» от 25 июня 2021 г., протокол № 1, решением годового Общего собрания акционеров ПАО «Газпром» от 30 июня 2023 г., протокол № 1

ПОЛОЖЕНИЕ О СОВЕТЕ ДИРЕКТОРОВ ПАО «ГАЗПРОМ»

Настоящее Положение разработано в соответствии с действующим законодательством Российской Федерации, Уставом ПАО «Газпром» (далее — Общество) и основными принципами корпоративного управления Общества, направленными на повышение эффективности и прозрачности внутренних механизмов управления Обществом, совершенствование системы контроля и подотчетности его органов управления, соблюдение прав акционеров.

1. Общие положения

1.1. Совет директоров осуществляет общее руководство деятельностью Общества, за исключением решения вопросов, отнесенных Федеральным законом «Об акционерных обществах» к компетенции Общего собрания акционеров.

1.2. Совет директоров обеспечивает реализацию Обществом его целей и задач, предусмотренных Уставом Общества.

1.3. Основными задачами Совета директоров являются определение стратегии развития Общества, направленной на повышение его капитализации и инвестиционной привлекательности, определение принципов распоряжения активами Общества, обеспечение эффективной системы контроля в Обществе за результатами его финансово-хозяйственной деятельности.

1.4. Совет директоров осуществляет свою деятельность в соответствии с законодательством Российской Федерации, Уставом Общества, решениями Общего собрания акционеров, настоящим Положением и иными внутренними документами Общества, утверждаемыми Советом директоров.

1.5. Совет директоров действует в интересах Общества и его акционеров и подотчетен Общему собранию акционеров.

2. Компетенция Совета директоров

2.1. Компетенция Совета директоров определяется Федеральным законом «Об акционерных обществах» и Уставом Общества.

В компетенцию Совета директоров входит решение вопросов общего руководства деятельностью Общества, за исключением вопросов, отнесенных Федеральным законом «Об акционерных обществах» и Уставом Общества к компетенции Общего собрания акционеров.

К компетенции Совета директоров относятся следующие вопросы:

1) определение приоритетных направлений деятельности Общества, утверждение перспективных планов и основных программ деятельности Общества, в том числе годового бюджета и инвестиционных программ Общества;

2) созыв годового и внеочередного Общих собраний акционеров, за исключением случаев, предусмотренных пунктом 8 статьи 55 Федерального закона «Об акционерных обществах»;

3) утверждение повестки дня Общего собрания акционеров;

4) установление даты определения (фиксации) лиц, имеющих право на участие в Общем собрании акционеров, предварительное утверждение годового отчета Общества и другие вопросы, отнесенные к компетенции Совета директоров Общества в соответствии с положениями главы VII и иными положениями Федерального закона «Об акционерных обществах» и связанные с подготовкой и проведением Общего собрания акционеров;

5) принятие решения об увеличении уставного капитала Общества путем размещения дополнительных акций в пределах количества и категорий (типов) объявленных акций, за исключением случаев, когда принятие такого решения Федеральным законом «Об акционерных обществах» отнесено к компетенции Общего собрания акционеров;

6) размещение Обществом дополнительных акций, в которые конвертируются размещенные Обществом привилегированные акции определенного типа, конвертируемые в обыкновенные акции или привилегированные акции иных типов, а также размещение Обществом облигаций или иных эмиссионных ценных бумаг, за исключением акций;

7) определение цены (денежной оценки) имущества, цены размещения или порядка ее определения и цены выкупа эмиссионных ценных бумаг в случаях, предусмотренных Федеральным законом «Об акционерных обществах»;

7.1) утверждение решения о выпуске акций Общества и эмиссионных ценных бумаг Общества, конвертируемых в его акции, утверждение проспекта ценных бумаг Общества;

7.2) отказ в одностороннем порядке от выплаты процентов по облигациям без определения срока их погашения, эмитентом которых является дочернее общество ПАО «Газпром»; принятие решения о таком отказе при одновременном рассмотрении вопроса о сокращении в полном объеме вознаграждений (премий, бонусов и иных стимулирующих выплат) руководящему составу эмитента и ПАО «Газпром»

(членам Совета директоров, членам Правления, Председателю Правления ПАО «Газпром» и его заместителям, главному бухгалтеру ПАО «Газпром») в году, в котором предусмотрен соответствующий отказ;

8) приобретение размещенных Обществом акций, облигаций и иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных Федеральным законом «Об акционерных обществах»;

9) образование исполнительных органов Общества и досрочное прекращение их полномочий, установление размера вознаграждений и компенсаций Председателю Правления Общества и членам Правления Общества, согласование вопроса о совмещении ими должностей в органах управления других организаций;

9.1) формирование комитетов Совета директоров Общества, утверждение внутренних документов, которыми определяются их компетенция и порядок деятельности, определение их количественного состава, назначение председателя и членов комитета и прекращение их полномочий;

9.2) определение принципов и подходов к организации в Обществе управления рисками, внутреннего контроля и внутреннего аудита;

10) согласование по представлению Председателя Правления Общества назначения на должность и освобождения от должности заместителей Председателя Правления Общества;

11) определение размера оплаты услуг аудиторской организации и рекомендации по размеру выплачиваемых членам Ревизионной комиссии Общества вознаграждений и компенсаций;

12) рекомендации по размеру дивиденда по акциям и порядку его выплаты;

13) использование резервного фонда и иных фондов Общества;

14) утверждение внутренних документов Общества, за исключением внутренних документов, утверждение которых отнесено Федеральным законом «Об акционерных обществах» к компетенции Общего собрания акционеров, а также иных внутренних документов Общества, утверждение которых отнесено Уставом Общества к компетенции исполнительных органов Общества;

15) создание филиалов и открытие представительств Общества и их ликвидация;

16) согласие на совершение или последующее одобрение сделок в случаях, предусмотренных Федеральным законом «Об акционерных обществах»;

17) согласие на совершение или последующее одобрение сделок, предусмотренных главой XI Федерального закона «Об акционерных обществах»;

18) установление порядка совершения сделок;

19) установление порядка взаимодействия Общества с хозяйственными обществами и организациями, акциями и долями которых владеет Общество, и принятие решений по вопросам, отнесенным в соответствии с ним к компетенции Совета директоров;

20) утверждение регистратора Общества и условий договора с ним, а также расторжение договора с ним;

21) образование комиссий Совета директоров, утверждение их составов и положений о них;

22) принятие решений об участии и о прекращении участия Общества в других организациях (за исключением организаций, указанных в подпункте 18 пункта 1 статьи 48 Федерального закона «Об акционерных обществах»);

22.1) обращение с заявлением о листинге акций Общества и (или) эмиссионных ценных бумаг Общества, конвертируемых в акции Общества;

23) иные вопросы деятельности Общества.

2.2. Вопросы, отнесенные к компетенции Совета директоров, не могут быть переданы на решение Правлению и Председателю Правления Общества.

2.3. Совет директоров действует с учетом особенностей, установленных действующим законодательством для акционерных обществ, более 25% акций которых находятся в собственности государства.

2.4. В соответствии со своей компетенцией Совет директоров определяет стратегию, политику и основные принципы деятельности Общества, в том числе в области инвестиций и заимствований, управления рисками и распоряжения имуществом и в других сферах деятельности, и осуществляет контроль за их реализацией.

2.5. Совет директоров утверждает внутренние документы Общества, определяющие политику Общества в области организации управления рисками и внутреннего контроля.

3. Состав и срок полномочий Совета директоров

3.1. В соответствии с решением Общего собрания акционеров Совет директоров состоит из 11 человек. Решением Общего собрания акционеров может быть установлен иной количественный состав Совета директоров.

3.2. Членами Совета директоров могут быть только физические лица, как являющиеся, так и не являющиеся акционерами Общества.

3.3. Члены Правления Общества не могут составлять более одной четвертой состава Совета директоров.

3.4. Члены Совета директоров не могут являться членами Ревизионной комиссии Общества.

3.5. Лицо, осуществляющее функции Председателя Правления Общества, не может быть одновременно Председателем Совета директоров.

3.6. Члены Совета директоров избираются Общим собранием акционеров на срок до следующего годового Общего собрания акционеров. Если годовое Общее собрание акционеров не было проведено в сроки, установленные Уставом Общества, полномочия Совета директоров прекращаются, за исключением полномочий по подготовке, созыву и проведению годового Общего собрания акционеров.

3.7. В случае выбытия члена Совета директоров из его состава, полномочия остальных членов Совета директоров не прекращаются за исключением случаев, предусмотренных пунктом 9.4 настоящего Положения.

Выбывшими считаются члены Совета директоров, добровольно сложившие свои полномочия, умершие, а также не имеющие возможности исполнять свои обязанности по иным основаниям.

Члены Совета директоров признаются выбывшими со следующего дня после получения Председателем Совета директоров заявления члена Совета директоров о добровольном сложении с себя полномочий, либо со дня смерти члена Совета директоров, подтвержденной соответствующими документами, либо со дня получения Обществом документов, подтверждающих невозможность исполнения членом Совета директоров своих полномочий.

3.8. Досрочное прекращение полномочий членов Совета директоров возможно по решению Общего собрания акционеров только в отношении всех членов Совета директоров.

4. Председатель Совета директоров и его заместитель

4.1. Председатель Совета директоров и заместитель Председателя избираются членами Совета директоров из их числа большинством голосов от общего числа голосов избранных членов Совета директоров.

4.2. Совет директоров вправе в любое время переизбрать своего Председателя или его заместителя квалифицированным большинством голосов — не менее двух третей от общего числа голосов избранных членов Совета директоров.

4.3. Председатель Совета директоров организует его работу, созывает заседания Совета директоров и председательствует на них, организует на заседаниях ведение протокола, председательствует на Общем собрании акционеров, подписывает от имени Общества договоры с Председателем Правления Общества и членами Правления Общества, осуществляет иные функции, предусмотренные Уставом Общества и настоящим Положением.

4.4. В случае отсутствия Председателя Совета директоров его функции осуществляет заместитель Председателя Совета директоров, а в отсутствие Председателя и его заместителя — любой член Совета директоров по решению Совета директоров.

5. Права, обязанности и ответственность членов Совета директоров

5.1. Члены Совета директоров при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей должны действовать в интересах Общества, осуществлять свои права и исполнять обязанности в отношении Общества добросовестно и разумно, не разглашать ставшую известной им конфиденциальную информацию и документацию Общества, составляющую служебную или коммерческую тайну.

5.2. Члены Совета директоров имеют право знакомиться с нормативными, учетными, отчетными, финансовыми и прочими документами и материалами Общества, в том числе полными аудиторскими заключениями, протоколами заседаний Правления Об-

щества, необходимыми для решения вопросов, относящихся к компетенции Совета директоров, а также запрашивать у Председателя Правления Общества иную информацию, относящуюся к деятельности Общества.

Председатель Правления Общества представляет запрашиваемые документы и информацию в течение 5 календарных дней с даты получения запроса.

5.3. По решению Общего собрания акционеров членам Совета директоров в период исполнения ими своих обязанностей могут выплачиваться вознаграждение и (или) компенсироваться расходы, связанные с исполнением ими функций членов Совета директоров. Размеры таких вознаграждений и компенсаций устанавливаются решением Общего собрания акционеров.

5.4. Члены Совета директоров в своей деятельности должны руководствоваться законодательством Российской Федерации, Уставом Общества, решениями Общего собрания акционеров, настоящим Положением и внутренними документами Общества, утвержденными Советом директоров.

5.5. Члены Совета директоров не должны использовать свое положение и полученную информацию о деятельности Общества в личных интересах, а также допускать их использование в личных интересах другими лицами.

Члены Совета директоров должны воздерживаться от действий, которые приведут или могут привести к возникновению конфликта интересов.

При возникновении конфликта интересов у члена Совета директоров последний должен информировать об этом Совет директоров путем направления уведомления Председателю Совета директоров. Уведомление должно содержать сведения о факте наличия конфликта интересов и основаниях его возникновения.

Председатель Совета директоров направляет поступившее ему уведомление о наличии конфликта интересов всем членам Совета директоров до принятия решения по вопросу, по которому у члена Совета директоров имеется конфликт интересов.

Член Совета директоров вправе воздержаться от голосования по вопросу, по которому у него имеется конфликт интересов. Председатель Совета директоров в случаях, когда того требует характер обсуждаемого вопроса либо специфика конфликта интересов, вправе предложить члену Совета директоров, имеющему конфликт интересов, не присутствовать при обсуждении соответствующего вопроса.

Если член Совета директоров, имеющий конфликт интересов, воздержался от голосования или не присутствовал на заседании Совета директоров при обсуждении вопроса повестки дня, по которому у него имеется конфликт интересов, это отражается в протоколе заседания Совета директоров.

5.6. Члены Совета директоров обязаны лично принимать участие в заседаниях Совета директоров. Если присутствие на заседании невозможно, член Совета директоров уведомляет об этом Совет директоров с указанием причин. Одновременно член Совета директоров вправе направить письменное мнение по вопросам повестки дня в соответствии с настоящим Положением.

При наличии технической возможности члены Совета директоров, находящиеся вне места проведения заседания Совета директоров Общества, могут принять участие в заседании, в том числе голосовать по вопросам повестки дня, с использованием систем видео-конференц-связи.

5.7. Члены Совета директоров в течение двух месяцев со дня, когда они узнали или должны были узнать о наступлении обстоятельств, в силу которых они могут быть признаны заинтересованными в совершении Обществом сделок, обязаны уведомить Общество:

1) о юридических лицах, в отношении которых они, их супруги, родители, дети, полнородные и неполнородные братья и сестры, усыновители и усыновленные и (или) их подконтрольные организации являются контролирующими лицами или имеют право давать обязательные указания;

2) о юридических лицах, в органах управления которых они, их супруги, родители, дети, полнородные и неполнородные братья и сестры, усыновители и усыновленные и (или) их подконтрольные лица занимают должности;

3) об известных им совершаемых или предполагаемых сделках, в которых они могут быть признаны заинтересованными лицами.

Заинтересованность члена Совета директоров определяется в соответствии со статьей 81 Федерального закона «Об акционерных обществах».

5.8. Члены Совета директоров несут ответственность перед Обществом за убытки, причиненные Обществу их виновными действиями (бездействием), если иные основания и размер ответственности не установлены федеральными законами.

Члены Совета директоров, голосовавшие против решения, которое повлекло причинение Обществу убытков, или не принимавшие участия в голосовании, ответственности перед Обществом не несут.

6. Секретарь (Ответственный секретарь) Совета директоров

6.1. Для обеспечения деятельности Совета директоров, его комитетов и комиссий Председатель Совета директоров по согласованию с Председателем Правления Общества утверждает Секретаря (Ответственного секретаря) Совета директоров, формирует Секретариат Совета директоров, а также определяет требования к организационному и техническому обеспечению деятельности Совета директоров.

6.2. Секретарь (Ответственный секретарь) Совета директоров:

- организует подготовку проекта плана работы Совета директоров;
- осуществляет прием требований и направление уведомлений о созыве заседания Совета директоров;
- осуществляет рассылку бюллетеней для голосования, документов и материалов к заседаниям Совета директоров в соответствии с пунктом 8.8 настоящего Положения;
- осуществляет прием заполненных членами Совета директоров бюллетеней для голосования;
- ведет протоколы заседаний Совета директоров и осуществляет подготовку протоколов по результатам заочного голосования;

– осуществляет иные функции в соответствии с настоящим Положением, внутренними документами Общества и поручениями Председателя Совета директоров.

6.3. Дата получения Секретарем (Ответственным секретарем) Совета директоров документов и материалов, предусмотренных настоящим Положением, является датой получения их Советом директоров.

7. План работы Совета директоров

7.1. Заседания Совета директоров проводятся на основе плана его работы, формируемого в соответствии с предложениями Председателя и заместителя Председателя Совета директоров, членов Совета директоров, Правления, Председателя Правления, Ревизионной комиссии и аудиторской организации Общества.

7.2. Предложения в план работы Совета директоров вносятся не позднее чем за 30 календарных дней до начала планируемого периода (полугодия, года).

Предложение о включении вопроса в план работы Совета директоров должно содержать:

- сведения о лице (органе), внесшем предложение;
- формулировку вопросов, предлагаемых на рассмотрение Совета директоров;
- мотивы постановки данных вопросов;
- предлагаемые сроки рассмотрения вопроса;
- подпись лица (руководителя органа), внесшего предложение.

7.3. Контроль за подготовкой плана работы осуществляет Председатель Совета директоров.

7.4. План работы утверждается Советом директоров по представлению Председателя Совета директоров.

8. Созыв заседаний Совета директоров

8.1. Заседание Совета директоров созывается Председателем Совета директоров в соответствии с утвержденным планом работы Совета директоров, а также по его собственной инициативе, по требованию члена Совета директоров, Правления, Председателя Правления, Ревизионной комиссии, аудиторской организации Общества или должностного лица, ответственного за организацию и осуществление внутреннего аудита (руководителя структурного подразделения, ответственного за организацию и осуществление внутреннего аудита).

8.2. Требование о проведении заседания Совета директоров должно содержать:

- сведения о лице (органе), предъявившем требование;
- формулировку вопросов повестки дня заседания;
- мотивы постановки данных вопросов;
- документы и иные материалы, необходимые для рассмотрения вопросов;
- подпись лица (руководителя органа), требующего созыва заседания.

8.3. Лицо, внесшее требование, может предложить дату созыва заседания Совета директоров и проект решения по соответствующему вопросу повестки дня.

Требование о созыве заседания, содержащее дату созыва заседания, предъявляется в Совет директоров не позднее чем за 30 календарных дней до предложенной даты, за исключением требований по вопросам неотложного характера.

8.4. В течение 5 календарных дней с даты предъявления требования о созыве заседания Совета директоров Председатель Совета директоров принимает одно из следующих решений:

- о созыве заседания Совета директоров (включении вопроса в повестку дня очередного заседания) в течение 30 календарных дней, если законодательством не установлен иной срок для принятия решения по внесенному вопросу;

- об отказе в созыве заседания, и информирует об этом членов Совета директоров, Председателя Правления Общества и лицо (руководителя органа), предъявившее требование.

8.5. Председатель Совета директоров вправе отказать в созыве заседания Совета директоров, если вопрос внесен неуполномоченным лицом или не относится к компетенции Совета директоров, а также если требование о созыве заседания Совета директоров не содержит сведений, предусмотренных пунктом 8.2 настоящего Положения.

8.6. Председатель Совета директоров в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» обязан созывать заседания Совета директоров:

- для рассмотрения предложений акционеров о внесении вопросов в повестку дня годового Общего собрания акционеров и выдвижении кандидатов в органы управления и контроля Общества;

- для принятия решения о созыве годового Общего собрания акционеров и решений по иным вопросам, связанным с его созывом и проведением, предусмотренным Федеральным законом «Об акционерных обществах», Уставом Общества и Положением об Общем собрании акционеров Общества;

- для утверждения годового отчета Общества;

- для созыва внеочередного Общего собрания акционеров по вопросам избрания нового состава Совета директоров и/или формирования Правления Общества, полномочного принимать решения, в случаях, когда количественный состав этих органов не обеспечивает кворума для принятия решений.

8.7. Повестка дня очередного заседания Совета директоров формируется и утверждается Председателем Совета директоров на основе плана работы Совета директоров, а также требований лиц (органов) о созыве заседания, поступивших в соответствии с действующим законодательством и настоящим Положением.

Проект повестки дня не позднее чем за 20 календарных дней до даты заседания направляется Председателю Правления Общества и при отсутствии его предложений по истечении 3 календарных дней с даты направления проекта повестки дня утверждается Председателем Совета директоров.

8.8. Не позднее чем за 7 календарных дней до даты заседания Совета директоров Председатель Совета директоров направляет всем членам Совета директоров поименное письменное уведомление о созыве заседания Совета директоров с указанием:

- даты, места и времени заседания (в случае проведения заседания в очной форме);
- списка лиц, приглашенных на заседание (в случае проведения заседания в очной форме);

- вопросов повестки дня заседания.

- К уведомлению прилагаются:

- проекты решений Совета директоров;

- обоснования необходимости принятия предложенного решения;

- документы и иные информационные материалы;

- бюллетень для голосования (в случае проведения заседания путем заочного голосования) с указанием даты представления в Совет директоров заполненного бюллетеня.

Письменные уведомления направляются членам Совета директоров посредством почтовой, факсовой, телеграфной, телетайпной, электронной или иных средств связи.

8.9. Проект решения Совета директоров и материалы конфиденциального характера, содержащие сведения, составляющие коммерческую или служебную тайну, представляются на рассмотрение Совета директоров с грифом «конфиденциально».

8.10. Порядок подготовки и представления материалов к заседаниям Совета директоров устанавливается внутренним документом Общества, утверждаемым Советом директоров.

9. Порядок проведения заседаний Совета директоров и принятия решений

9.1. Председатель Совета директоров организует проведение заседаний Совета директоров в соответствии с повесткой дня.

Регламент проведения заседаний Совета директоров определяется Председателем Совета директоров.

9.2. На заседание Совета директоров могут быть приглашены члены исполнительных органов Общества, Ревизионной комиссии Общества, представители органов государственной власти, лица, подготовившие информацию и материалы по рассматриваемым на заседании вопросам, сотрудники Общества и его дочерних обществ, иные лица.

9.3. Председательствующий на заседании обеспечивает порядок и соблюдение регламента проведения заседания, деловое и конструктивное рассмотрение вопросов повестки дня, соблюдение прав членов Совета директоров на их обсуждение.

При необходимости Совет директоров может объявить перерыв в своем заседании не более чем на 3 календарных дня. В течение указанного срока заседание должно быть продолжено с той же повесткой дня.

По завершении рассмотрения каждого вопроса председательствующий оглашает итоги голосования и объявляет принятое по вопросу решение.

9.4. Кворум для проведения заседания Совета директоров по вопросам повестки дня, решения по которым принимаются большинством голосов членов Совета директоров, участвующих в заседании, составляет более половины от числа избранных членов Совета директоров.

В случае, когда количество членов Совета директоров становится менее указанного кворума, Совет директоров Общества обязан принять решение о проведении внеочередного Общего собрания акционеров для избрания нового состава Совета директоров.

9.5. Решения на заседании Совета директоров принимаются большинством голосов членов Совета директоров, участвующих в заседании (простое большинство голосов), если Федеральным законом «Об акционерных обществах» или Уставом Общества не установлено иное.

По вопросам повестки дня, решения по которым принимаются простым большинством голосов, при определении наличия кворума и результатов голосования по вопросу повестки дня может учитываться письменное мнение члена Совета директоров, не присутствующего на заседании, если соблюдены одновременно следующие условия:

- письменное мнение по вопросу получено Советом директоров до начала заседания;
- член Совета директоров однозначно определил свою позицию по вопросу, указав в письменном мнении «за» или «против» он голосует по предложенному проекту решения, или «воздержался» от принятия решения;
- на заседании лично присутствуют не менее 3 членов Совета директоров.

Письменное мнение, содержащее поправки и оговорки по предложенному проекту решения, не подлежит учету при определении кворума и результатов голосования. Если поправки в проект решения внесены на заседании Совета директоров, письменное мнение также не подлежит учету при определении кворума и результатов голосования.

Если письменное мнение не направлялось членам Совета директоров вместе с уведомлением о заседании, председательствующий оглашает письменное мнение на заседании.

Письменные мнения учитываются при определении кворума и результатов голосования по каждому вопросу отдельно, что отражается в протоколе заседания.

При определении кворума и результатов голосования по вопросам, для решения которых требуется квалифицированное большинство голосов или единогласие, учет письменных мнений не допускается.

9.6. Решения Совета директоров принимаются единогласно, т.е. всеми избранными членами Совета директоров, по следующим вопросам:

- о вынесении на рассмотрение Общего собрания акционеров, а равно о включении в повестку дня Общего собрания акционеров вопросов о реорганизации Общества или о ликвидации Общества и назначении ликвидационной комиссии;
- о совершении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет от 25 до 50 процентов балансовой стоимости активов Общества на дату принятия решения о совершении такой сделки;
- об увеличении уставного капитала Общества путем размещения дополнительных акций в пределах количества объявленных акций.

При принятии Советом директоров Общества решений, требующих единогласия, не учитываются голоса выбывших членов Совета директоров.

9.7. Квалифицированным большинством голосов - не менее двух третей голосов членов Совета директоров - принимаются решения по следующим вопросам:

- об отказе в созыве внеочередного Общего собрания акционеров;
- об отказе от включения вопроса в повестку дня Общего собрания акционеров либо кандидата в список кандидатур для голосования по выборам в Совет директоров и Ревизионную комиссию Общества в случаях, предусмотренных соответственно пунктом 6 статьи 55 и пунктом 5 статьи 53 Федерального закона «Об акционерных обществах»;
- о досрочном переизбрании Председателя Совета директоров и/или его заместителя.

При принятии Советом директоров решений, требующих квалифицированного большинства голосов, не учитываются голоса выбывших членов Совета директоров.

9.8. Решение о согласии на совершение Обществом сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, и определении рыночной цены отчуждаемых либо приобретаемых имущества или услуг, принимается Советом директоров большинством голосов независимых директоров, не заинтересованных в ее совершении.

Независимым директором признается член Совета директоров, отвечающий требованиям, предусмотренным пунктом 3 статьи 83 Федерального закона «Об акционерных обществах».

Если все члены Совета директоров признаются заинтересованными лицами и (или) не являются независимыми директорами, сделка может быть внесена на рассмотрение Общего собрания акционеров по решению Совета директоров.

9.9. Решения Совета директоров Общества, требующие единогласия или квалифицированного большинства голосов, принимаются только на заседаниях Совета директоров Общества при личном присутствии членов Совета директоров очным голосованием.

Иные решения могут быть приняты заочным голосованием (опросным путем).

9.10. Члены Совета директоров должны принимать участие в заседаниях лично. Назначение членами Совета директоров представителей для участия в заседании Совета директоров или поручение подписать бюллетень для голосования при принятии решения опросным путем какому-либо иному лицу, в том числе другому члену Совета директоров, не допускается.

9.11. Каждый член Совета директоров обладает одним голосом, за исключением случаев, предусмотренных пунктом 9.8 настоящего Положения. Передача права голоса членом Совета директоров иному лицу, в том числе другому члену Совета директоров, не допускается.

В случае равенства голосов членов Совета директоров решающим является голос Председателя Совета директоров.

Заместитель Председателя Совета директоров или иной член Совета директоров, выполняющие функции Председателя Совета директоров в его отсутствие, правом решающего голоса на заседаниях Совета директоров не обладают.

10. Порядок заочного голосования

10.1. Решения Совета директоров, которые в соответствии с Уставом Общества принимаются простым большинством голосов членов Совета директоров, участвующих в заседании, могут быть приняты заочным голосованием (опросным путем).

10.2. Решение о проведении заочного голосования принимает Председатель Совета директоров.

10.3. Для проведения заочного голосования всем членам Совета директоров направляются уведомления о проведении заочного голосования, отвечающие требованиям пункта 8.8 настоящего Положения.

Бюллетени для голосования должны содержать указание на дату представления заполненного бюллетеня в Совет директоров.

Уведомления о проведении заочного голосования направляются членам Совета директоров не позднее чем за 7 календарных дней до установленной даты представления заполненного бюллетеня в Совет директоров.

10.4. Заполненные и собственноручно подписанные членами Совета директоров бюллетени для голосования представляются Секретарю (Ответственному секретарю) Совета директоров.

10.5. Принявшими участие в заочном голосовании считаются члены Совета директоров, бюллетени которых получены Советом директоров до указанной в бюллетене даты представления заполненного бюллетеня.

10.6. Бюллетень может быть признан недействительным полностью или частично по отдельным вопросам при наличии каких-либо знаков более чем в одной графе возможных вариантов голосования по вопросу или при отсутствии в бюллетене подписи голосующего члена Совета директоров, а также если бюллетень содержит поправки и/или оговорки к предложенному проекту решения.

10.7. По итогам заочного голосования составляется протокол в соответствии с разделом 11 настоящего Положения.

11. Порядок оформления решений Совета директоров

11.1. На заседании Совета директоров Секретарем (Ответственным секретарем) Совета директоров ведется протокол.

Протокол заседания Совета директоров оформляется не позднее 3 календарных дней со дня проведения заседания.

В протоколе заседания указываются:

- место и время его проведения;
- лица, присутствующие на заседании;
- повестка дня заседания;
- вопросы, поставленные на голосование, и итоги голосования по ним;
- принятые решения.

Протокол заседания Совета директоров подписывается председательствующим на заседании, который несет ответственность за правильность составления протокола.

11.2. При принятии Советом директоров решений заочным голосованием в протоколе заседания (заочного голосования) указываются:

- дата составления протокола;
- члены Совета директоров, представившие к этой дате подписанные бюллетени для голосования;
- повестка дня;
- вопросы, поставленные на голосование, и итоги голосования по ним;
- принятые решения.

Протокол заседания (заочного голосования) оформляется не позднее 3 календарных дней с даты, установленной для представления заполненных бюллетеней.

Протокол заседания подписывается Председателем Совета директоров. К протоколу прилагаются подписанные членами Совета директоров бюллетени для голосования.

11.3. На основании протоколов Председатель Совета директоров подписывает решения Совета директоров. Заверенные копии протоколов и решений направляются или вручаются членам Совета директоров и Председателю Правления Общества.

11.4. Протоколы заседаний и решения Совета директоров представляются Ревизионной комиссии и аудиторской организации Общества по их запросам.

12. Раскрытие информации о деятельности Совета директоров

12.1. Протоколы заседаний Совета директоров должны быть предоставлены Обществом акционеру (акционерам), имеющему право доступа к указанным документам, в течение семи рабочих дней со дня предъявления соответствующего требования для ознакомления в помещении исполнительного органа Общества.

12.2. По итогам заседаний Совета директоров могут выпускаться сообщения для прессы в соответствии с порядком, установленным внутренними документами Общества.

13. Комитеты и комиссии Совета директоров

13.1. Совет директоров в целях обеспечения принятия обоснованных и эффективных решений создает комитеты по аудиту, назначениям и вознаграждениям и другие временные и постоянные комитеты и комиссии.

13.2. Основными функциями комитетов являются предварительное всестороннее изучение вопросов, относящихся к компетенции Совета директоров, по направлениям их деятельности и подготовка рекомендаций для Совета директоров.

13.3. Компетенция и порядок деятельности комитетов определяются внутренними документами Общества, которые утверждаются Советом директоров Общества.

13.4. Совет директоров Общества формирует комитет по аудиту для предварительного рассмотрения вопросов, связанных с контролем за финансово-хозяйственной де-

тельностью Общества, в том числе с оценкой независимости аудиторской организации Общества и отсутствием у нее конфликта интересов, а также с оценкой качества проведения аудита бухгалтерской (финансовой) отчетности Общества.

13.5. Комитеты Совета директоров формируются и действуют в соответствии с положениями о комитетах, утверждаемыми Советом директоров, и в своей деятельности руководствуются законодательством Российской Федерации, Уставом Общества, решениями его органов управления.

13.6. Комиссии Совета директоров формируются для изучения отдельных направлений деятельности и проектов Общества.

14. Заключительные положения

14.1. Настоящее Положение вступает в силу с даты его утверждения Общим собранием акционеров.

14.2. В случае, если отдельные нормы настоящего Положения вступят в противоречие с законодательством Российской Федерации и/или Уставом Общества, они утрачивают силу, и применяются соответствующие нормы законодательства Российской Федерации и/или Устава Общества. Недействительность отдельных норм настоящего Положения не влечет недействительности других норм и Положения в целом.

14.3. Со дня вступления в силу настоящего Положения утрачивает силу Положение о Совете директоров ОАО «Газпром», утвержденное решением годового Общего собрания акционеров ОАО «Газпром» от 28 июня 2002 г., протокол № 1.

Приложение 3. КОДЕКС КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПАО «ГАЗПРОМ»

УТВЕРЖДЕН
решением годового Общего
собрания акционеров ПАО «Газпром»
от 30 июня 2017 г., протокол № 1

КОДЕКС КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПАО «ГАЗПРОМ»

I. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

1.1. Настоящий Кодекс корпоративного управления (поведения) ПАО «Газпром» (далее — Кодекс) разработан в соответствии с законодательством Российской Федерации, общепринятыми принципами корпоративного управления и условиями деятельности Публичного акционерного общества «Газпром» (далее — Общество).

Кодекс направлен на обеспечение Обществом эффективной защиты прав и интересов акционеров, справедливого отношения к акционерам, прозрачности принятия решений, профессиональной и этической ответственности членов Советов директоров, иных должностных лиц Общества и акционеров, расширения информационной открытости и развития системы норм деловой этики.

1.2. Общество по мере развития практики корпоративного управления будет стремиться к развитию общепринятых принципов корпоративного управления и положений, рекомендованных Кодексом корпоративного управления, одобренным Советом директоров Банка России 21 марта 2014 г. в отношениях, возникающих в связи с управлением Обществом.

II. ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

2.1. Общество принимает на себя обязательство развивать корпоративные отношения в соответствии с принципами, обеспечивающими:

- справедливое отношение к акционерам при реализации ими права на участие в управлении Обществом, в том числе на участие в прибыли Общества посредством получения дивидендов;
- недопущение действий акционеров, направленных на злоупотребление своими правами, на причинение вреда Обществу или другим акционерам;
- надежные и эффективные способы учета прав собственности акционеров на акции, а также возможность свободного отчуждения принадлежащих им акций;
- формирование эффективного и профессионального Совета директоров, осуществляющего стратегическое управление деятельностью Общества и контроль за деятельностью исполнительных органов Общества, подотчетного Общему собранию акци-

онеров Общества, действующего добросовестно и разумно в интересах Общества и его акционеров;

- образование исполнительных органов Общества, подотчетных Совету директоров Общества и Общему собранию акционеров, добросовестно и разумно осуществляющих руководство текущей деятельностью Общества;

- наличие эффективно функционирующей системы управления рисками и системы внутреннего контроля, направленной на обеспечение разумной уверенности в достижении поставленных перед Обществом целей;

- информационную прозрачность деятельности Общества для обеспечения возможности принятия обоснованных решений акционерами и инвесторами с соблюдением разумного баланса между открытостью Общества и соблюдением его коммерческих интересов;

- соблюдение этических норм делового поведения, закрепленных в Кодексе корпоративной этики ПАО «Газпром»;

- следование передовым практикам корпоративной социальной ответственности;

- активное сотрудничество Общества с инвесторами, кредиторами и иными заинтересованными лицами в целях увеличения активов Общества, стоимости акций и иных ценных бумаг Общества.

2.2. Общество осознает важность совершенствования корпоративного управления своих дочерних и зависимых хозяйственных обществ и будет стремиться к обеспечению открытости и прозрачности деятельности указанных организаций, а также практического внедрения в них основных принципов настоящего Кодекса.

III. АКЦИОНЕРЫ ОБЩЕСТВА

3.1. Совет директоров Общества, Председатель Правления, члены Правления и работники Общества обеспечивают соблюдение прав и законных интересов акционеров и инвесторов Общества.

Акционеры не должны злоупотреблять предоставленными им правами. Не допускаются действия акционеров, предпринимаемые исключительно с намерением причинить вред другим акционерам или Обществу, а также иные злоупотребления правами акционеров.

Участие акционеров в управлении Обществом

3.2. Общество признает неотъемлемое право акционера на участие в управлении Обществом. Акционеры имеют право участвовать в управлении Обществом, в первую очередь, путем принятия решений по наиболее важным вопросам деятельности Общества на Общем собрании акционеров. Для осуществления этого права Общество принимает внутренние документы, обеспечивающие в соответствии с законодательством

права акционеров требовать созыва Общего собрания и вносить предложения в повестку дня собрания, возможность надлежащим образом подготовиться к участию в Общем собрании акционеров, а также возможность реализации каждым акционером права голоса.

3.3. Общество определяет регламент и процедуру проведения Общего собрания акционеров, которые обеспечивают равное и справедливое отношение ко всем акционерам.

3.4. Общество предоставляет возможность акционерам, участвующим в Общем собрании, ознакомиться с информацией, необходимой для принятия обоснованных, взвешенных решений по вопросам повестки дня Общего собрания. Объем предоставляемой акционерам информации и материалов определяется Уставом и внутренними документами Общества.

3.5. На Общих собраниях акционерам предоставляется возможность для обсуждения вопросов деятельности Общества, предусмотренных повесткой дня.

3.6. На годовом Общем собрании акционеров акционеры заслушивают отчеты Совета директоров и исполнительных органов Общества о результатах финансово-хозяйственной деятельности Общества за истекший финансовый год, участвуют в их обсуждении и принятии необходимых решений.

3.7. Общество признает недопустимым создание механизмов, позволяющих отдельным акционерам получать степень контроля, несоразмерную с принадлежащей им долей акций в уставном капитале Общества. Указанные механизмы должны предаваться гласности в целях их устранения. Ответственность за своевременное их обнародование лежит на Совете директоров Общества.

Право собственности акционера на принадлежащие ему акции Общества и получение дивидендов

3.8. Акционеры имеют право свободно распоряжаться своими акциями в соответствии с положениями действующего законодательства.

3.9. Права акционеров на принадлежащие им акции должны быть защищены. Система учета прав на акции должна обеспечивать надежность учета прав собственности на акции, а также возможность свободного и быстрого отчуждения принадлежащих акционерам акций.

3.10. При выборе регистратора, Обществом, в первую очередь, должны оцениваться надежность и эффективность его работы.

3.11. Право на получение дивидендов является неотъемлемым правом акционера. Дивидендная политика определяется внутренним документом Общества, утверждаемым Советом директоров.

IV. СИСТЕМА ОРГАНОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И КОНТРОЛЯ

4.1. Органами, образующими систему корпоративного управления и контроля Общества, являются: Общее собрание акционеров, Совет директоров, Правление, Председатель Правления, Ревизионная комиссия, а также аудитор Общества.

4.2. Наиболее важные решения, связанные с деятельностью Общества, принимают: Общее собрание акционеров в пределах своей компетенции, установленной законодательством, и Совет директоров Общества. Решения, связанные с повседневным руководством текущей деятельностью Общества, принимаются исполнительными органами Общества.

Совет директоров Общества

4.3. Совет директоров Общества действует на основании Устава и внутренних документов Общества.

4.4. Основными задачами Совета директоров являются определение стратегии развития Общества, направленной на повышение его капитализации и инвестиционной привлекательности, определение принципов распоряжения активами Общества, обеспечение эффективной системы контроля в Обществе за результатами его финансово-хозяйственной деятельности.

4.5. В соответствии со своей компетенцией Совет директоров определяет стратегию, политику и основные принципы деятельности Общества, в том числе в области инвестиций и заимствований, управления рисками и распоряжения имуществом и в других сферах деятельности, и осуществляет контроль за их реализацией.

Полный перечень вопросов, относящихся к компетенции Совета директоров Общества, содержится в Уставе и внутренних документах Общества.

4.6. Права и обязанности членов Совета директоров Общества определяются Уставом и внутренними документами Общества.

4.7. Совет директоров в целях обеспечения принятия обоснованных и эффективных решений создает комитеты по аудиту, назначениям и вознаграждениям и другие временные и постоянные комитеты и комиссии.

4.8. Совет директоров Общества несет ответственность перед акционерами за достойный выбор кандидатур в члены Правления Общества.

4.9. Общество будет стремиться к увеличению числа независимых директоров Общества.

Правление и Председатель Правления Общества

4.10. Правление и Председатель Правления Общества являются исполнительными органами Общества и осуществляют текущее руководство деятельностью Общества.

4.11. Исполнительные органы осуществляют руководство деятельностью Общества таким образом, чтобы обеспечить как получение дивидендов акционерами, так и возможность развития самого Общества.

Для достижения этих целей исполнительные органы решают, прежде всего, задачи по реализации целей, стратегии и политики Общества, а также добросовестно, своевременно и эффективно исполняют решения Совета директоров Общества и Общего собрания акционеров.

4.12. Деятельность Правления и Председателя Правления Общества регламентируется Уставом Общества и внутренними документами Общества.

4.13. Правление и Председатель Правления Общества избираются Советом директоров Общества, при этом учитываются рекомендации Комитета Совета директоров по назначениям и вознаграждениям.

4.14. При вынесении рекомендаций относительно кандидатур в члены Правления и кандидатуры Председателя Правления Общества Комитет Совета директоров по назначениям и вознаграждениям оценивает их профессиональные качества. Участие членов Правления и Председателя Правления Общества в органах управления других организаций допускается только с согласия Совета директоров Общества.

4.15. Правление для представления Совету директоров Общества разрабатывает перспективные планы и основные программы деятельности Общества, а также отчеты об их выполнении.

Полный перечень вопросов, относящихся к компетенции Правления Общества, содержится в Уставе и внутренних документах Общества.

4.16. Правление Общества создает систему внутреннего контроля и мониторинга рисков, связанных с деятельностью Общества, с целью заблаговременного выявления тенденций, которые могут оказать негативное воздействие на текущие результаты деятельности и осуществление перспективных планов развития Общества.

Правление и Председатель Правления предоставляют Совету директоров Общества информацию о фактах, которые могут вызвать наиболее опасные риски для Общества и предложения по предотвращению кризисных ситуаций в связи с такими рисками.

4.17. Правление и Председатель Правления регулярно предоставляют Совету директоров информацию по всем основным вопросам хозяйственной деятельности, в том числе сведения о реализации стратегии развития Общества, рентабельности Общества и его дочерних обществ, а также отчеты о выполнении финансово-хозяйственных планов и программ Общества.

4.18. Взаимодействие Общества с дочерними и зависимыми обществами основывается на принципах, определяемых настоящим Кодексом и Советом директоров Общества.

Ревизионная комиссия Общества

4.19. Для осуществления контроля за финансово-хозяйственной деятельностью Общества Общим собранием акционеров избирается Ревизионная комиссия Общества.

4.20. Деятельность Ревизионной комиссии Общества регламентируется Уставом и внутренними документами Общества.

4.21. При выборе кандидатов в состав Ревизионной комиссии акционеры Общества должны ответственно подходить к оценке профессиональных качеств кандидатов.

4.22. Ревизионная комиссия проводит проверки финансово-хозяйственной деятельности и формирует независимое квалифицированное суждение о состоянии дел в Обществе. Выводы Ревизионной комиссии доводятся до сведения акционеров Общества на Общем собрании акционеров в виде заключения Ревизионной комиссии в составе годового отчета Общества.

4.23. Ревизионная комиссия проверяет функционирование системы внутреннего контроля и системы управления и регулирования рисками и сообщает о результатах своей проверки в заключении, передаваемом акционерам вместе с другими документами перед проведением годового Общего собрания акционеров.

4.24. Члены Ревизионной комиссии Общества не могут одновременно являться членами Совета директоров Общества, а также занимать иные должности в органах управления Общества.

4.25. Ревизионная комиссия не связана в своей деятельности мнениями и указаниями должностных лиц Общества и действует самостоятельно.

Аудитор Общества

4.26. Аудитор Общества осуществляет проверку финансово-хозяйственной деятельности Общества в соответствии с правовыми актами Российской Федерации на основании заключаемого с ним договора.

4.27. Аудитор Общества утверждается Общим собранием акционеров Общества на основании предложений Совета директоров по итогам проведения конкурса по отбору аудиторских организаций в соответствии с действующим законодательством.

4.28. При подведении итогов конкурса учитывается мнение Комитета Совета директоров по аудиту в отношении профессиональных качеств, деловой репутации и независимости аудитора.

4.29. Аудитор Общества присутствует на Общих собраниях акционеров и дает разъяснения акционерам по возникающим у них вопросам относительно представленных Общему собранию акционеров аудиторских заключений.

4.30. При заключении договора с аудитором и его исполнении не могут устанавливаться ограничения по объему выполняемых им работ.

V. ИНСАЙДЕРСКАЯ ИНФОРМАЦИЯ И СДЕЛКИ, В СОВЕРШЕНИИ КОТОРЫХ ИМЕЕТСЯ ЗАИНТЕРЕСОВАННОСТЬ

5.1. Инсайдерская информация – точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена (в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную тайну и иную охраняемую законом тайну), распространение или

предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов Общества.

Требования, касающиеся инсайдерской информации, изложены во внутренних документах Общества, обеспечивающих соблюдение требований законодательства в сфере противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

5.2. В Обществе должен осуществляться контроль за использованием инсайдерской информации, в том числе путем принятия внутреннего документа по использованию инсайдерской информации.

При заключении договоров с должностными лицами и работниками Общества они принимают на себя обязательство о неразглашении инсайдерской информации.

5.3. Члены Совета директоров, члены комитетов Совета директоров, Председатель Правления, члены Правления, члены Ревизионной комиссии Общества, должностные лица, работники Общества или аудитор Общества не вправе использовать инсайдерскую информацию об Обществе не в интересах Общества.

5.4. В целях предотвращения наступления невыгодных для Общества последствий и обеспечения защиты интересов акционеров и иных заинтересованных лиц Общее собрание акционеров и Совет директоров в соответствии с действующим законодательством осуществляют контроль за заключением сделок, в совершении которых имеется заинтересованность лиц, участвующих в управлении Обществом или иным образом имеющих возможность оказывать влияние на принимаемые Обществом решения.

VI. ИНФОРМАЦИОННАЯ ОТКРЫТОСТЬ ОБЩЕСТВА

6.1. Общество признает важность предоставления акционерам, инвесторам и иным заинтересованным лицам достоверной и объективной информации об Обществе.

6.2. Основными принципами раскрытия информации об Обществе являются регулярность и оперативность ее предоставления, доступность такой информации для акционеров, инвесторов и иных заинтересованных лиц, достоверность и полнота ее содержания, соблюдение разумного баланса между открытостью Общества и соблюдением его коммерческих интересов.

6.3. Общество стремится обеспечить высокий уровень сохранности информации, составляющей государственную и коммерческую тайны, а также являющейся инсайдерской.

6.4. При раскрытии информации должна быть обеспечена ее нейтральность, то есть исключено преимущественное удовлетворение интересов одних групп получателей информации перед другими. Информация не является нейтральной, если выбор ее содержания или формы предоставления имеет целью достижение определенных результатов или последствий.

6.5. Информационная политика Общества должна обеспечивать возможность свободного и необременительного доступа к информации об Обществе.

6.6. Общество принимает внутренний документ об информационной политике Общества, которым определяются документы и информация, подлежащие раскрытию и предоставлению акционерам и потенциальным инвесторам, а также процедура их предоставления, издания и публикации.

6.7. Политика Общества в области связей с общественностью направлена на обеспечение регулярного и полного информационного обмена между инвесторами и Обществом посредством всех современных средств связи и массовой информации, включая электронные.

6.8. Акционеры Общества имеют право на беспрепятственный доступ и получение информации о деятельности Общества в соответствии с действующим законодательством.

6.9. Учредительные документы Общества, документы, подлежащие предоставлению акционеру в порядке подготовки Общего собрания акционеров Общества, и информация согласно перечню, установленному внутренним документом об информационной политике Общества, подлежат обязательной публикации в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» на сайте Общества www.gazprom.ru.

Любые ограничения на получение указанной информации и документов недопустимы.

6.10. Поддержание режима корпоративных коммуникаций, определяемых настоящим Кодексом, не должно возлагать на Общество неоправданных расходов.

VII. ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

7.1. Настоящий Кодекс принимается Общим собранием акционеров Общества и публикуется в порядке, установленном внутренним документом об информационной политике Общества.

7.2. Настоящий Кодекс может быть изменен или дополнен по решению Общего собрания акционеров Общества.

Приложение 4. КОДЕКС КОРПОРАТИВНОЙ ЭТИКИ ПАО «ГАЗПРОМ»

УТВЕРЖДЕН

решением Совета директоров
ОАО «Газпром»
от 25.02.2014 № 2309
с изменениями, внесенными
решением Совета директоров
ПАО «Газпром»
от 01.09.2016 № 2795,
решением Совета директоров
ПАО «Газпром»
от 26.10.2018 № 3172,
решением Совета директоров ПАО «Газпром»
от 20.08.2019 № 3307,
решением Совета директоров ПАО «Газпром»
от 20.09.2022 № 3821

КОДЕКС КОРПОРАТИВНОЙ ЭТИКИ ПАО «ГАЗПРОМ»

ВВЕДЕНИЕ

Кодекс корпоративной этики (далее — Кодекс) ПАО «Газпром» (далее — «Общество») закрепляет корпоративные ценности Общества, а также определяет основанные на них и принятые в Обществе наиболее важные правила делового поведения.

При разработке Кодекса учтены общепринятые нормы корпоративной и деловой этики, а также опыт лучших российских и зарубежных практик корпоративного управления.

Кодекс распространяется на работников Общества. Положения Кодекса являются базовыми для подконтрольных Обществу юридических лиц, под которыми по тексту настоящего Кодекса понимаются юридические лица, в отношении которых Общество (прямо или косвенно, самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами) может определять их действия (решения), в том числе в силу преобладающего участия в уставном капитале или иным образом.

На основе положений Кодекса, не изменяя, но имея возможность дополнить данные положения, подконтрольные Обществу юридические лица разрабатывают и утверждают собственные Кодексы корпоративной этики, распространяющиеся на работников этих юридических лиц. До разработки и утверждения такими юридическими лицами собственных Кодексов корпоративной этики на их работников распространяются положения настоящего Кодекса. В этом случае под «Обществом» по тексту настоящего Кодекса понимаются также соответствующие юридические лица.

Положения Кодекса распространяются на членов Совета директоров Общества с учетом положений пункта 5.5 статьи 5 Положения о Совете директоров ПАО «Газпром».

Общество рекомендует руководству юридических лиц с долей участия Общества, не позволяющей осуществлять прямой или косвенный контроль, принять положения, аналогичные установленным в Кодексе.

Кодекс в части, не противоречащей существу имеющихся обязательств, имеет рекомендательный характер для физических лиц, работающих по гражданско-правовым договорам, заключенным с Обществом, а также для подрядчиков и консультантов, являющихся агентами, исполняющими поручения, либо представляющими Общество перед третьими лицами, если их действия осуществляются от имени Общества.

В случае, если отдельные положения Кодекса войдут в противоречие с действующим законодательством, применяются положения действующего законодательства. В случае, если отдельные положения Кодекса войдут в противоречие с традициями, обычаями или чьими-либо представлениями о соответствующих правилах поведения, применяются положения Кодекса.

Каждый работник Общества:

- руководствуется положениями Кодекса и правилами поведения, имеющими отношение к его работе;
 - при возникновении вопросов по правилам поведения обращается за разъяснениями к своему непосредственному руководителю или в Комиссию по корпоративной этике;
 - своевременно уведомляет обо всех случаях обращения к нему каких-либо лиц в целях склонения к совершению действий, ведущих к нарушению Кодекса;
 - соблюдает иные правила поведения, а также ограничения, указанные в Кодексе.
- Руководители Общества:
- подписывают письменное обязательство о соблюдении положений Кодекса (приложение к настоящему Кодексу), а также ежегодно подтверждают указанное обязательство в установленном порядке;
 - выступают личным примером этичного поведения;
 - проводят разъяснительную работу с подчиненными работниками с целью реализации положений Кодекса, а также предотвращения нарушений изложенных в нем правил поведения;
 - учитывают приверженность работников правилам поведения, установленным Кодексом, при оценке, поощрении и продвижении работников.

Работники Общества проходят специальный курс обучения по вопросам соблюдения Кодекса с итоговой проверкой знаний в формате тестирования не реже одного раза в три года.

Информация о соблюдении в Обществе норм корпоративной этики по поручению Председателя Правления Общества доводится до сведения Совета директоров Общества на регулярной основе, но не реже одного раза в три года.

1. МИССИЯ И КОРПОРАТИВНЫЕ ЦЕННОСТИ

ПАО «Газпром» является одной из крупнейших энергетических компаний в мире. ПАО «Газпром» осуществляет свою деятельность как вертикально интегрированная компания. Основными направлениями деятельности Общества являются геологоразведка, добыча, транспортировка, хранение, переработка и реализация углеводородов, а также производство и сбыт электрической и тепловой энергии.

Общество видит свою миссию в надежном, эффективном и сбалансированном обеспечении потребителей природным газом, другими видами энергоресурсов и продуктами их переработки.

Стратегической целью Общества является становление ПАО «Газпром» как лидера среди глобальных энергетических компаний посредством освоения новых рынков, диверсификации видов деятельности, обеспечения надежности поставок.

Стратегия Общества базируется на следующих принципах:

- повышение эффективности во всех звеньях производственной цепочки от добычи до сбыта природного газа, нефти и продуктов переработки;
- расширение и диверсификация деятельности за счет проектов, обеспечивающих создание продуктов с высокой добавленной стоимостью;
- совершенствование политики в области рационального природопользования, охраны окружающей среды и энергоэффективности;
- соблюдение интересов всех акционеров Общества;
- совершенствование корпоративного управления, обеспечение прозрачности финансово-хозяйственной деятельности;
- персональная ответственность руководителей за принятые управленческие решения.

Корпоративными ценностями Общества являются:

- **профессионализм** — глубокое знание своей специальности, своевременное и качественное выполнение поставленных задач, постоянное совершенствование профессиональных знаний и умений;
- **инициативность** — активность и самостоятельность работников в оптимизации производственного процесса;
- **бережливость** — ответственный и бережный подход к использованию активов Общества, к собственному рабочему времени и рабочему времени других работников;
- **взаимное уважение** — командный дух в работе, доверие, доброжелательность и сотрудничество в процессе решения поставленных задач;
- **открытость к диалогу** — открытый и честный обмен информацией, готовность совместно выработать оптимальное решение;
- **преемственность** — уважение к труду и опыту старших поколений, общение начинающих с ветеранами труда, профессиональное обучение и наставничество;
- **имидж** — использование приемов и стратегий, направленных на создание позитивного мнения об Обществе.

2. ВЗАИМОТНОШЕНИЯ ОБЩЕСТВА И РАБОТНИКОВ, ОХРАНА ТРУДА

Отношения между работниками и Обществом строятся на основе доверия и взаимопонимания.

Общество обеспечивает прозрачность и открытость в управлении персоналом, постоянно совершенствует методы управления, обеспечивая работникам благоприятные условия труда, возможность для повышения квалификации и реализации своего потенциала. При этом Общество соблюдает конфиденциальность в отношении персональных данных своих работников.

Система вознаграждения за результаты труда направлена на привлечение, повышение мотивации и удержание работников, квалификация и результаты труда которых обеспечивают реализацию стратегических планов Общества.

Общество реализует в отношении работников социальную политику, которая направлена на повышение престижности работы в Обществе и обеспечивает работникам комфортные и безопасные условия труда.

Общество предоставляет молодым специалистам условия, способствующие скорейшей адаптации в коллективе, реализации их потенциала и эффективной работе.

Общество создает резерв кадров — специально сформированную и подготовленную группу работников, сочетающих в себе высокий уровень развития управленческих профессиональных компетенций и профессиональных навыков, соответствующих корпоративным требованиям и предназначенных для выдвижения на руководящие должности более высокого уровня.

Общество стремится к обеспечению безопасности условий труда на основе соблюдения действующего законодательства и технических стандартов. Общество разрабатывает и вводит в действие собственные стандарты в области охраны труда, которые содержат высокие требования к безопасности.

Каждый из работников Общества несет ответственность за соблюдение условий безопасности и технических стандартов.

Общество гарантирует работникам защиту от любых форм дискриминации, как это определено действующим законодательством Российской Федерации и нормами международного права. При реализации кадровой политики, политики оплаты труда, политики социального обеспечения запрещены любые преференции по национальности, полу, возрасту и др.

Работник Общества, считающий, что ему не обеспечена защита от дискриминации, может обратиться за защитой в Комиссию по корпоративной этике.

Общество ценит в своих работах:

– **компетентность**

- глубокие и всесторонние знания по специальности;
- высокий профессионализм;
- умение строить отношения с партнерами и коллегами;
- владение смежными специальностями и наличие знаний в смежных областях;

– **инициативность**

- способность предлагать новые подходы и идеи;
- стремление к самосовершенствованию;
- способность и готовность самостоятельно работать над повышением квалификации;
- творческий подход к работе;
- активность и самостоятельность мышления;
- готовность и способность брать на себя ответственность;

– **личностные качества**

- честность, порядочность, искренность;
- доброжелательность в отношениях с коллегами;
- высокая внутренняя культура и самодисциплина;
- понимание специфики работы в Обществе и умение сохранять конфиденциальность информации;

– **корпоративное поведение**

- преданность и лояльность Обществу;
- содействие формированию духа сплоченной команды;
- готовность оказать поддержку и прийти на помощь.

3. ЗАЩИТА ОКРУЖАЮЩЕЙ СРЕДЫ

Масштабные добычные и газотранспортные проекты Общества реализуются в регионах с высокой уязвимостью экосистемы, требующей крайне бережного отношения. Общество осознает всю степень ответственности перед нынешним и будущими поколениями за влияние, которое оказывает деятельность Общества и подконтрольных ему юридических лиц на окружающую среду.

В своей деятельности Общество придерживается принципа динамичного экономического роста при максимально рациональном использовании природных ресурсов и сохранении благоприятной окружающей среды для будущих поколений.

Общество соблюдает национальные и международные законы, стандарты и требования по охране окружающей среды, касающиеся его деятельности и производственной продукции. Политика Общества направлена также на максимально бережное использование энергии, водных, земельных и иных природных ресурсов в процессе производства, должное обращение с производственными отходами, осторожное и сдержанное использование опасных материалов и технологий.

Общество стремится:

- гарантировать соблюдение всех норм, установленных законодательством Российской Федерации и международными правовыми актами в области охраны окружающей среды;
- обеспечивать бережное использование природных ресурсов;
- принимать все возможные меры по сохранению климата, биоразнообразия и предотвращению возможного ущерба окружающей среде;

- обеспечивать энергосбережение, уменьшать негативное воздействие на природную среду;
- учитывать интересы и права коренных малочисленных народов на ведение традиционного образа жизни и сохранение исконной среды обитания;
- непрерывно углублять профессиональные и экологические знания работников Общества;
- обеспечивать широкую доступность экологической информации о деятельности Общества.

4. КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ

Конфликт интересов — ситуация, при которой личная заинтересованность работника влияет или может повлиять на объективное и беспристрастное выполнение им должностных обязанностей и при которой возникает или может возникнуть противоречие между личной заинтересованностью работника и законными интересами Общества, способное причинить вред законным интересам Общества.

Наличие конфликта интересов (или кажущееся наличие такого конфликта) представляет собой угрозу для репутации Общества в глазах работников Общества и иных лиц (в т.ч. акционеров, контрагентов, государства и государственных органов, профсоюзов и профессиональных объединений, участников рынка ценных бумаг).

Работники Общества должны избегать ситуаций, при которых у них возникает конфликт интересов.

В случае возникновения конфликта интересов работники должны информировать об этом своего непосредственного руководителя, а в случаях, указанных в ст. 14 настоящего Кодекса, орган, уполномоченный рассматривать вопросы этики поведения — Комиссию по корпоративной этике Общества. В случае возникновения конфликта интересов у единоличного исполнительного органа подконтрольной Обществу организации последний должен информировать об этом Комиссию по корпоративной этике ПАО «Газпром».

Не порождает конфликта интересов сделка, в совершении которой имеется заинтересованность, в том случае, если она была надлежащим образом одобрена органами управления Общества (Общим собранием акционеров, Советом директоров) как сделка, в совершении которой имеется заинтересованность, в соответствии с законодательством Российской Федерации.

В ситуации конфликта интересов работника и Общества, в случае невозможности устранения указанного конфликта интересов, приоритет имеют интересы Общества.

Ниже, в статьях 5-8, 10 Кодекса приведены примеры ситуаций, в которых может возникнуть конфликт интересов. Приведенные ситуации не являются исчерпывающими: работники должны оценивать наличие конфликта интересов и в других ситуациях.

5. СОВМЕСТНАЯ РАБОТА РОДСТВЕННИКОВ

Совместная работа родственников в прямом или опосредованном подчинении создает следующие проблемы.

Решения родственников-начальников по отношению к родственникам-подчиненным могут быть необъективными или восприняты как необъективные остальными работниками Общества и/или третьими лицами, в т.ч. акционерами, контрагентами, государством и государственными органами, профсоюзами и профессиональными объединениями, участниками рынка ценных бумаг. Аналогичная ситуация может возникнуть при совместном участии родственников в одном бизнес-процессе, если решение одного работника-родственника оказывает влияние на выполнение должностных обязанностей другого работника — родственника.

Наличие родственных связей между руководителями Общества создает репутационные издержки, порождает сомнения в объективности процедур оценки и продвижения персонала в Обществе.

Общество ограничивает случаи совместной работы родственников.

В Обществе приветствуются трудовые династии, но их членам не предоставляются дополнительные права или возможности.

Под трудовой рабочей династией понимается профессиональная преемственность в семьях работников рабочих специальностей (где ни один работник Общества не является руководителем, специалистом или служащим), характеризующаяся передачей навыков профессионального мастерства от старшего поколения младшему.

Протекционизм на основе семейственности запрещен.

В Обществе не допускаются ситуации, когда родственник-начальник является непосредственным руководителем родственника-подчиненного.

Совместная работа родственников в Обществе допускается по решению органа, уполномоченного рассматривать вопросы этики поведения — Комиссии по корпоративной этике (ст.15).

Указанные требования не распространяются на трудовые рабочие династии.

Нарушение данных требований рассматривается как нарушение, допущенное каждым из вышеуказанных работников-родственников.

6. ПОДАРКИ

Подарком признается любая ценность в материальной или нематериальной форме, за которую отсутствует обязанность платить обычную цену, в т.ч. деньги, ценные бумаги и иное имущество, выгоды и услуги имущественного характера (работы, услуги, оплата развлечений, отдыха, транспортных расходов, ссуды, скидки, предоставление в пользование имущества, в том числе жилья, благотворительные вклады и пр.), полученная в связи с работой в Обществе.

Получение работником подарка может быть негативно оценено со стороны других работников или иных лиц (в т.ч. акционеров, контрагентов, государства и государ-

ственных органов, профсоюзов и профессиональных объединений, участников рынка ценных бумаг) даже при отсутствии недобросовестности или неразумности в намерениях работника и дарителя.

Подарки членам семьи, родственникам или иным близким лицам работника для целей настоящего Кодекса считаются подарками работнику.

Общество ограничивает возможность приема подарков.

Работникам Общества не разрешается принимать от любых третьих лиц подарки в любой из приведенных ниже ситуаций:

- за совершение каких-либо действий (бездействия), связанных с работой в Обществе;
- стоимостью свыше 3 000 рублей;
- в виде денег или денежных эквивалентов;
- в отсутствие очевидного, общепринятого повода для подарка.

Ограничения на прием подарков, установленные настоящим Кодексом, не распространяются на отношения работника с дарителем, основанные на очевидных отношениях семейства (подарки родителей, детей, супругов) или иных близких отношений личного свойства, имеющих место вне зависимости от работы в Обществе, а также в случаях, когда такой подарок представляет собой корпоративную сувенирную продукцию: ручки, блокноты, ежедневники и пр.

Любые неразрешенные подарки должны отклоняться. В случае, если обычаи делового оборота не допускают отклонения подарка, подарок подлежит приему с одновременной передачей вопроса о его дальнейшей судьбе на решение Комиссии по корпоративной этике.

При наличии сомнений относительно допустимости подарка или иных вопросов, касающихся порядка обращения с подарками, работник должен обратиться за разъяснениями в порядке, определенном ст. 15 настоящего Кодекса.

7. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ АКТИВОВ И РЕСУРСОВ ОБЩЕСТВА. ОБРАЩЕНИЕ С ИНФОРМАЦИЕЙ

Активы и ресурсы Общества в контексте настоящего Кодекса включают в себя:

- движимое и недвижимое имущество, в том числе деньги и ценные бумаги;
- объекты интеллектуальной собственности;
- рабочее время работников (трудовые ресурсы).

Активы и ресурсы Общества являются его собственностью, основой для достижения поставленных стратегических целей и повышения капитализации.

Каждый работник использует имеющиеся в его распоряжении ресурсы Общества максимально эффективно и исключительно в рабочих целях. Каждый работник бережно относится к имеющимся в его распоряжении ресурсам.

Использование активов Общества работниками в личных целях не допускается, за исключением случаев ограниченного использования:

– сети Интернет, средств связи, оргтехники и вычислительной техники при условии, что суммарное использование данных активов не превышает одного часа в течение суток и осуществляется не за счет сокращения рабочего времени;

– иных активов Общества в случаях, прямо предусмотренных внутренними документами Общества.

Работникам запрещается заниматься предпринимательской или иной коммерческой деятельностью (в том числе участвовать в уставном капитале или управлении юридическими лицами), ставшей доступной с учетом положения в Обществе, в том числе с использованием деловых связей и возможностей Общества.

Данное ограничение не распространяется на случаи, когда такая деятельность или участие прямо поручены Обществом работнику в установленном порядке, т.е. осуществляются в целях исполнения профессиональных обязанностей работника в Обществе.

Для обеспечения максимальной вовлеченности в производственный процесс работникам Общества запрещается пользоваться мобильными телефонами, персональными компьютерами и другими мобильными средствами связи и вычислительной техники на заседаниях, совещаниях, конференциях, переговорах и других рабочих мероприятиях ПАО «Газпром», если это не связано с задачами данных мероприятий и не имеется иных указаний на этот счет от своего непосредственного руководителя.

Работники Общества соблюдают установленные действующим законодательством, а также регламентированные Обществом правила обращения с информацией, полученной в процессе работы в Обществе, в том числе с инсайдерской информацией, информацией, содержащей коммерческую тайну, с информацией, содержащей персональные данные.

Работники Общества не используют информацию, полученную в процессе работы в Обществе, в целях совершения сделок с ценными бумагами Общества, его контрагентов, а также подконтрольных Обществу юридических лиц. Раскрытие Обществом информации осуществляется в порядке, предусмотренном действующим законодательством Российской Федерации.

8. ОТНОШЕНИЯ С КОНКУРЕНТАМИ И КОНТРАГЕНТАМИ

Работникам запрещается представлять Общество в деловых отношениях с организациями, в деятельности которых работник имеет существенный личный интерес, отличный от интересов Общества, включая (но не ограничиваясь) случаи преобладающего участия в уставном капитале или органах управления таких организаций самого работника, его близких родственников или членов семьи.

Под близкими родственниками работника по тексту настоящего Кодекса понимаются супруги, дети и родители, усыновители и усыновленные, родные братья и сестры, дедушка и бабушка, внуки.

Под членами семьи работника по тексту настоящего Кодекса понимаются лица, проживающие совместно с работником и ведущие с ним совместное хозяйство, независимо от степени родства.

Работникам запрещается без письменного согласия руководителя Общества участие в уставном капитале, а также работа или занятие должностей в органах управления компаний-конкурентов.

О фактах собственного участия или об участии близких родственников в уставных капиталах и (или) органах управления компаний — конкурентов Общества, а также о поступлении предложений о таком участии работники Общества сообщают в орган, уполномоченный рассматривать вопросы этики поведения — Комиссию по корпоративной этике (см. ст.15).

Взаимоотношения с контрагентами Общество строит на принципах ответственного партнерства.

Общество нацелено на поддержание с потребителями долгосрочных, стабильных, взаимовыгодных отношений, для чего в Обществе постоянно проводится работа, направленная на повышение стабильности и надежности поставок, прозрачности ценообразования.

Общество выбирает поставщиков и подрядчиков преимущественно на конкурсной основе. Основным принципом при проведении отбора поставщиков и подрядчиков является обеспечение честной конкурентной борьбы. При этом работники Общества не имеют скрытых предпочтений и не создают преимуществ для отдельных поставщиков или подрядчиков.

Общество стремится работать с контрагентами, которые имеют безупречную репутацию, соблюдают законодательство, а также общепринятые нормы корпоративной и деловой этики.

Общество не допускает нарушения антимонопольного законодательства стран присутствия, в т.ч. фактов недобросовестной конкуренции.

9. ОТНОШЕНИЯ С АКЦИОНЕРАМИ И ИНВЕСТОРАМИ

Общество проводит единую и последовательную политику по взаимоотношениям с акционерами и инвесторами, базирующуюся на общепринятых принципах корпоративного управления.

Основопологающим принципом Общества в отношении со своими акционерами является соблюдение всех прав акционеров, независимо от количества принадлежащих им акций.

Общество стремится к обеспечению долгосрочного благосостояния акционеров путем повышения капитализации, реализации сбалансированных стратегических задач и снижения рисков в своей деятельности.

Политика Общества по раскрытию информации направлена на обеспечение акционеров и инвесторов достоверной, актуальной и своевременной информацией посредством всех современных средств связи.

При этом Общество обеспечивает равный и одновременный порядок доступа к информации всех акционеров и инвесторов.

Общество поддерживает постоянный диалог с акционерами и инвесторами, обеспечивает регулярные контакты и обмен информацией между Обществом и акционерами, различными группами существующих и потенциальных инвесторов.

10. ВЗАИМООТНОШЕНИЯ С ГОСУДАРСТВОМ И ОБЩЕСТВОМ

Взаимодействие с государством и обществом занимает особое место в деятельности Общества.

Общество уделяет внимание не только экономической, но и социальной составляющей своей деятельности. Спонсорская и благотворительная деятельность Общества направлена на возрождение духовных и национальных ценностей, поддержку культуры, науки и образования, содействие научно-техническому прогрессу, пропаганду здорового образа жизни.

Общество ведет активную региональную политику с целью реализации концепции газификации регионов, что способствует их социально-экономическому развитию, росту промышленного и сельскохозяйственного производства, позволяет улучшить условия труда и быта населения.

Во взаимодействии с территориальными органами власти и управления, а также в процессе своей деятельности на соответствующих территориях Общество соблюдает местное законодательство, а также интересы населения указанных территорий.

Общество не участвует в политической деятельности и не финансирует политические организации. Поддержка различных общественных организаций осуществляется в рамках утвержденных органами управления Общества спонсорских и благотворительных программ.

Работники Общества вправе осуществлять общественную или религиозную, а также политическую деятельность. Однако в случае, если такая деятельность осуществляется или будет осуществляться с использованием рабочего времени, имени или ресурсов Общества, а также в случае участия в выборных органах государственной власти на соответствующую деятельность необходимо получить письменное согласие руководителя Общества.

Общество осуществляет постоянное взаимодействие со средствами массовой информации и строит его на принципах открытости и прозрачности. Взаимодействие со СМИ Общество ведет через подразделение, ответственное за проведение информационной политики ПАО «Газпром».

Публично выступать в средствах массовой информации, а также на мероприятиях с участием СМИ могут только руководители Общества либо уполномоченные ими представители. Не имея таких полномочий, работники Общества должны избегать каких-либо заявлений или высказываний, которые могут быть восприняты как официальная позиция Общества. Передача в СМИ информации и документов неуполномоченными лицами является нарушением корпоративной этики.

11. ПРОТИВОДЕЙСТВИЕ КОРРУПЦИИ

Под коррупцией по тексту настоящего Кодекса понимается злоупотребление служебным положением, дача взятки, получение взятки, злоупотребление полномочиями, коммерческий подкуп либо иное незаконное использование физическим лицом своего должностного положения вопреки законным интересам общества и государства в целях получения выгоды в виде денег, ценностей, иного имущества или услуг имущественного характера, иных имущественных прав для себя или для третьих лиц, либо незаконное предоставление такой выгоды указанному лицу другими физическими лицами.

В Обществе создана и поддерживается атмосфера нетерпимости к коррупционному поведению.

Как на территории Российской Федерации, так и за рубежом, работники Общества соблюдают требования и ограничения, определенные в соответствии с законодательством о противодействии коррупции.

В Обществе неприемлемы любые формы оказания незаконного влияния на решения государственных органов, в том числе взяточничество, предложение недопустимых подарков, трудоустройство родственников государственных служащих, благотворительная или спонсорская помощь по запросам государственных служащих соответствующих (принимающих решение, в котором заинтересовано Общество) государственных органов.

Об обращении к ним каких-либо лиц в целях склонения к совершению коррупционных правонарушений работники должны уведомлять своего непосредственного руководителя, Комиссию по корпоративной этике, Службу корпоративной защиты.

12. ОТНОШЕНИЯ С ПОДКОНТРОЛЬНЫМИ ЮРИДИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ

Приоритетными целями взаимодействия Общества с подконтрольными юридическими лицами являются обеспечение надежного функционирования и развития ЕСГ, а также эффективное использование их потенциала и активов в общекорпоративных интересах.

Свои отношения с подконтрольными юридическими лицами Общество строит на основе общепринятых принципов корпоративного управления.

Отношения Общества с подконтрольными юридическими лицами основываются на принципах:

- эффективности структуры управления;
- оптимизации финансовых потоков и соблюдения действующего налогового законодательства;
- обеспечения эффективного использования активов и распоряжения ими;
- предотвращения действий и решений, которые могут повлечь утрату контроля над активами, отчуждение производственных и других рентабельных активов, а также прекращение прав недропользования и иных прав.

Взаимодействие с подконтрольными юридическими лицами осуществляется в формах:

- участия представителей Общества в работе высших органов управления, коллегиальных органов управления и органах контроля подконтрольных юридических лиц;
- принятия в соответствии с действующим законодательством единоличных решений акционера (участника) по вопросам деятельности компаний, в которых Общество является единственным акционером (участником);
- реализации в соответствии с законодательством права давать подконтрольным юридическим лицам обязательные для исполнения указания;
- иного взаимодействия, определенного внутренними документами Общества и (или) не запрещенного действующим законодательством.

13. КОРПОРАТИВНЫЙ ИМИДЖ И СТИЛЬ

Общество уделяет большое внимание своему корпоративному имиджу, который складывается из таких элементов, как деловое поведение работников и единый фирменный стиль.

Каждый работник Общества участвует в создании положительного имиджа Общества и укрепляет его репутацию своим безупречным деловым поведением, элементами которого являются подobaющий внешний облик работника и стиль его делового общения.

Существенной частью имиджа Общества является его фирменный стиль. Корпоративными цветами Общества являются белый и фирменный синий. Их использование регламентируется книгой фирменного стиля ПАО «Газпром».

14. ТРЕБОВАНИЯ К ЛИЧНОМУ ПОВЕДЕНИЮ

Работники Общества не допускают:

- публичных высказываний, которые представляют работу Общества или работу в Обществе в неверном, искаженном свете. Любые высказывания в отношении Общества осуществляются работниками в строго регламентированном порядке и (или) определенными этим порядком лицами;
- употребления наркотиков;
- употребления алкоголя на рабочем месте, на территории Общества или в месте проведения работ Обществом, за исключением специальных мероприятий и с ограничением нормами делового этикета;
- курения вне специально отведенных мест;
- агрессивных, унижающих или унижительных, враждебных, запугивающих действий, поступков, поведения;
- распространения оскорбительных материалов, в том числе рисунков.

Работники должны воздерживаться от действий, способных прямо или косвенно негативно отразиться на имидже и репутации Общества.

15. МЕХАНИЗМ ПРИМЕНЕНИЯ КОДЕКСА

Ответственность за организацию работы по исполнению требований и положений Кодекса возлагается на Комиссию по корпоративной этике (далее — Комиссия).

Комиссия состоит не менее, чем из пяти человек. Персональный состав Комиссии, а также ее Председатель определяются приказом Общества.

Комиссия на основании поступающих к ней обращений принимает решения, направленные на:

- разъяснение работнику положений настоящего Кодекса и порядка его применения;

- принятие мер по предотвращению или устранению конфликта интересов. При невозможности устранения конфликта интересов Комиссия принимает меры, направленные на ограничение конфликта интересов и (или) его последствий, в т.ч. на обеспечение соблюдения интересов Общества в ситуации такого конфликта.

Обращение в Комиссию осуществляется посредством:

- сообщений по электронной почте ethics.comission@adm.gazprom.ru

- или по телефону «горячей линии» +7(495) 719-11-71.

Решения Комиссии принимаются на заседаниях, которые проводятся в очной или заочной формах. Решения Комиссии принимаются простым большинством голосов членов Комиссии, принимавших участие в заседании. Решения оформляются письменно и приводятся в тексте протоколов заседаний Комиссии.

При наличии у любого из членов Комиссии существенных разногласий, не устранимых при принятии решения, вопрос может быть передан на решение руководителя Общества.

По вопросам разъяснения положений Кодекса, а также по вопросам его применения (в том числе с информацией о нарушении положений Кодекса) работникам следует обращаться:

- к своему непосредственному руководителю;

- в Комиссию.

О случаях возникновения конфликта интересов работники должны обращаться к своему непосредственному руководителю, если иное прямо не установлено настоящим Кодексом (ст. 5-8, 10 Кодекса).

В случае, если непосредственным руководителем не приняты меры, направленные на предотвращение или устранение конфликта интересов либо принятые меры не повлекли устранения конфликта интересов работник Общества информирует об этом Комиссию.

Общество гарантирует, что предоставление работником информации о фактах нарушения Кодекса не станет предметом огласки и не вызовет негативных последствий в отношении служебного положения работника, сообщившего такую информацию.

16. ОТВЕТСТВЕННОСТЬ

Руководитель Общества по собственной инициативе, по предложению Комиссии по корпоративной этике или по инициативе непосредственного руководителя работника, допустившего нарушение Кодекса, принимает решение о применении соответствующих санкций, в том числе общественного порицания, публичного осуждения путем публикаций в средствах информации Общества (на внутреннем информационном портале Общества, в корпоративной газете Общества, на информационных досках или др.), лишения частично или полностью премий в соответствии с внутренними документами Общества, а при наличии в действиях (бездействии) работника признаков дисциплинарного проступка — также и мер дисциплинарного взыскания в соответствии с Трудовым кодексом Российской Федерации.

Информация о соблюдении настоящего Кодекса учитывается при оценке и продвижении персонала.

17. ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Соблюдение положений Кодекса является неотъемлемой частью корпоративной культуры Общества.

Кодексом заложены механизмы поддержания и развития корпоративной культуры в духе преемственности, обеспечивающем связь между поколениями работников газовой промышленности с 1989 года до наших дней.

ОБЯЗАТЕЛЬСТВО СОБЛЮДАТЬ КОДЕКС КОРПОРАТИВНОЙ ЭТИКИ «ПАО «ГАЗПРОМ»

Ф.И.О. _____

Должность _____

Как один из руководителей «ПАО «Газпром», я обязуюсь соблюдать требования и ограничения, установленные Кодексом корпоративной этики ПАО «Газпром».

Настоящим документом подтверждаю свою готовность нести ответственность за нарушение мною требований Кодекса корпоративной этики ПАО «Газпром».

_____ « » _____ 20__ г.

подпись

ФИО

Учебное издание

Петров Александр Николаевич

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Учебное пособие

*Редактор П.А. Тимачева
Верстка Л.А. Солдатовой*

Подписано в печать 27.02.2024. Формат 70×100 1/16.
Усл. печ. л. 35,75. Тираж 100 экз. Заказ 30.

Издательство СПбГЭУ. 191023, Санкт-Петербург,
наб. канала Грибоедова, д. 30-32, лит. А.

Отпечатано на полиграфической базе СПбГЭУ