

**Основные принципы управления холдингом**  
**Сафаров Юрат**  
**PricewaterhouseCoopers**

В статье затрагиваются вопросы оценки стоимости холдинга, определения факторов, влияющих на эту стоимость, а также проблемы оптимизации управления, основанного на максимизации стоимости компании.

Что такое управление, направленное на максимизацию акционерной стоимости? В первую очередь это принцип, позволяющий компании сделать упор на создание, поддержание и увеличение материального богатства акционеров. Такой подход позволяет руководству холдинга разрабатывать и реализовывать стратегию, увязанную с ростом прибыли у акционеров, а также оценивать результаты деятельности руководства с позиции акционеров. Повышение акционерной стоимости является также основой при принятии решений.

Существует 4 главных принципа управления холдингом, направленных на максимизацию акционерной стоимости:

- Цель всех компаний холдинга - максимизация акционерной стоимости.
- Акционерная стоимость определяется будущими денежными потоками.
- Максимизация акционерной стоимости определяется принятием определенных рисков и ростом компании.
- Управление, направленное на максимизацию акционерной стоимости, - это больше, чем просто использование системы показателей.

Первый принцип. Цель такого управления заключается в получении максимальной прибыли от инвестиций в акционерный капитал. Оценка основывается на учете будущих денежных потоков в бизнесе. Естественно, что при принятии определенных решений учитываются те риски, которые исследовали акционеры и которые потом должны будут учитывать управленцы.

Существуют разные группы людей, которые принимают решения и участвуют в процессах - это акционеры, управленцы и непосредственно работающие на предприятиях. Долговременное наращивание акционерной стоимости требует поддержания баланса потребностей клиентов, сотрудников и инвесторов в течение длительного времени. Кроме того, корпоративная миссия и корпоративная культура должны четко обозначать, что главной целью управленцев является максимизация акционерного капитала. Необходимость такого подхода к управлению объясняется и процессами, происходящими в современной экономике: формализацией, глобализацией и консолидацией компаний.

Второй принцип. Его смысл заключается в том, что акционерная стоимость определяется будущими денежными потоками. Фондовый рынок оценивает компании именно по этому критерию.

Когда мы говорим о фондовых рынках, то главным образом принимаем во внимание институциональных инвесторов, на оценки которых в большой степени ориентируются остальные участники рынка. Оценка по будущим денежным потокам одна из наиболее точных, потому что бухгалтерские показатели зачастую могут вводить в заблуждение.

Акционерная стоимость определяется 7 факторами, разделенными на 4 группы (см. таблицу).

Третий принцип. Увеличение акционерной стоимости компании зависит от ее роста. Существует негласное правило: компании должны стремиться к тому, чтобы удваивать стоимость каждые четыре года. Однако рост может зависеть от отраслевой специфики.

Для увеличения акционерной стоимости медленно растущие отрасли (например, фармацевтическая) должны внедрять новые технологии, а быстро растущие (например, Интернет, мобильная телефонная связь) должны сохранить свою долю рынка.

Холдинги должны стремиться приобретать начинающие, а не зрелые компании, так как у нового бизнеса больше вероятность увеличения акционерной стоимости (рис. 1).

Практика показывает, что около 70% слияний и поглощений приводят к уменьшению акционерной стоимости из-за недостаточного понимания факторов, от которых зависит акционерная стоимость новой компании. В результате оценка эффекта от объединения проводится плохо, что приводит к уплате неправильной цены за приобретаемую компанию. Управление, направленное на максимизацию акционерной стоимости, обеспечивает подготовку рационального стратегического обоснования сделки и поясняет, какая акционерная стоимость будет получена в результате сделки. Кроме того, подобное управление может указывать на необходимость оперативной интеграции и предупредить негативные последствия медлительности. На рис. 2 показана схема анализа приобретаемой компании.

Приведем несколько терминов, широко используемых при совершении сделок по приобретению компаний, при формировании системы холдинга.

Истинная стоимость - это чистая приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков.

Рыночная стоимость - это истинная стоимость плюс премия, предложенная потенциальным покупателем.

Покупная цена - это цена, которую готов заплатить потенциальный покупатель, чтобы его предложение по приобретению компании победило.

Расхождения в стоимости - это разница между истинной стоимостью приобретаемой компании и покупной ценой.

Стоимость объединенной компании - это чистая приведенная стоимость улучшений в объединенной компании.

Максимальная цена - это сумма, которую может позволить себе предложить потенциальный покупатель, чтобы получить необходимую отдачу на инвестиции. Каждый потенциальный покупатель предлагает свою цену. Самое главное при покупке - придерживаться одной, заранее установленной максимальной цены.

Несмотря на то, что такой анализ очень важен при принятии решений об объединении и при оценке бизнеса, на практике проводится он, к сожалению, крайне редко.

Нужно сказать, что интеграция - это больше чем отдельный этап. Это сложный и долгий процесс. Поэтому управление интеграцией необходимо рассматривать как отдельную бизнес-функцию. Об организационных преобразованиях нужно объявлять заранее, а осуществлять их четко и быстро. Начиная преобразования, необходимо тщательно оценить факторы успеха и неудач.

Факторы успеха:

- Скорость осуществления планов интеграции.
- Ясность цели.
- Культурное соответствие.
- Высокий уровень сотрудничества с руководством партнера.

Факторы неудач:

- Отношение руководства и культурные различия.
- Недостаточное планирование интеграции после поглощения.
- Нехватка опыта в области слияний.

Четвертый принцип. По углам треугольника на рис. 3 показаны основные области, где необходимо осуществлять управление, направленное на максимизацию акционерной стоимости:

- которое предусматривает выполнение ожиданий в отношении эффективности

деятельности компании и превышение их как в настоящем, так и в будущем;

- которое структурирует портфель видов деятельности таким образом, чтобы ценность целого была выше суммы ценностей составляющих;
- которое оптимизирует финансовую стратегию компании (финансирование и налогообложение) с целью максимального увеличения эффекта от деятельности компании.

Подводя итог, можно выделить несколько этапов, ведущих к построению системы управления, направленного на максимизацию акционерной стоимости (рис. 4):

1. Намерение повысить акционерную стоимость компании.
2. Изучение процессов, где создается акционерная стоимость.
3. Концентрация внимания на доходе на инвестированный капитал.
4. Концентрация на основных факторах, определяющих акционерную стоимость компании.
5. Управление не только текущей, но и будущей деятельностью.
6. Перестройка с реагирования на прошлое на управление будущим.

При выстраивании системы управления любой компании, а тем более холдинга, не стоит забывать о том, что она должна охватывать все составляющие процесса. Что же касается управления, направленного на максимизацию акционерной стоимости холдинга, необходимо добиваться того, чтобы оно стало частью всех процессов управления, начиная от схем мотивации персонала и заканчивая распределением ресурсов и стратегическим планированием (рис. 5).