ТЮМЕНСКАЯ НЕФТЯНАЯ КОМПАНИЯ

Р. В. Кащеев, С. З. Базоев

Управление акционерной стоимостью

Научный редактор серии Лугачев М. И.



Серия «ИТ-Экономика»

АйТи
СИСТЕМНЫЙ ИНТЕГРАТОР

ДМК ПРЕСС
ИЗДАТЕЛЬСТВО

Москва

Научный редактор – Бакалейник Иосиф Абрамович, первый вице-президент ОАО «Тюменская нефтяная компания», «лучший финансовый менеджер 2001» российского бизнеса (Ward Howell International).

УДК 332.012.324.2
ББК 65.052
К31

Кащеев Р. В., Базоев С. З.
К31 Управление акционерной стоимостью. – М.: ДМК Пресс. – 224 с.: ил.

ISBN 5-94074-179-7

В настоящее время концепция управления компанией с целью максимизации ее стоимости получает все более широкое распространение, и Россия в этом смысле не стала исключением.

Первые две главы посвящены принципам бухгалтерского учета и составления финансовой отчетности. В третьей главе рассматриваются основные виды финансовых отчетов и способы их анализа. Далее обсуждаются инструменты составления финансовых прогнозов; освещаются вопросы, связанные с различными методами анализа эффективности деятельности предприятия.

Особое внимание уделено источникам финансирования деятельности корпораций; перечислены инструменты и модели оценки рисков. В качестве практического примера приводится оценка стоимости двух известных российских телекоммуникационных компаний, МТС и Вымпелком.

Наконец, речь пойдет и об информационных системах. Поскольку затронута тема оценки эффективности информационных систем, в конце книги представлен дискуссионный практический пример использования определенного подхода к решению данной проблемы.

Все права защищены. Любая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельцев авторских прав.

Материал, изложенный в данной книге, многократно проверен. Но поскольку вероятность технических ошибок все равно существует, издательство не может гарантировать абсолютную точность и правильность приводимых сведений. В связи с этим издательство не несет ответственности за возможные ошибки, связанные с использованием книги.

ISBN 5-94074-179-7

© Компания АйТи
© Оформление, издание ДМК Пресс

Содержание

Введение 7

Глава 1 Основные принципы бухгалтерского учета 13

1.1. Основы финансового учета 13
1.2. Спрос на информацию со стороны инвесторов и кредиторов 15
1.3. Стандарты финансовой отчетности в разных странах 18
1.4. Основные учетные модели 21
Термины 25
Литература 26

Глава 2 Международные стандарты финансовой отчетности 27

2.1. Требования к финансовой отчетности компаний по МСФО 27
2.2. Международные стандарты финансовой отчетности 28
2.3. Российские и международные стандарты финансовой отчетности 30
2.4. Соответствие основных терминов и определений МСФО и российских стандартов бухгалтерского учета 37
Термины 45
Литература 47

Глава 3 Анализ финансовых отчетов 49

3.1. Балансовый отчет 49
3.2. Отчет о прибылях и убытках 52
3.3. Отчет о движении денежных средств 57
3.4. Другие виды отчетов 63
3.5. Финансовая отчетность и акционерная стоимость 64
Термины 66
Литература 68

Глава 4 Финансовое прогнозирование 69

4.1. Прогнозирование по проценту к реализации 69
4.2. Оценка потребности во внешнем финансировании 70
4.3. Финансовое планирование 70
4.5. Анализ чувствительности 71
4.5. Сценарии развития 71
4.6. Симулирование 72
4.7. Учет сезонности 73
Термины 73
Литература 74

Глава 5 Анализ рентабельности 75

5.1. Анализ рентабельности капитала предприятия 75
5.2. Управленческий и финансовый учет 80
5.3. Функционально-стоимостной анализ (ФСА) 84
5.4. Примеры применения ФСА 88
5.4. Информационные технологии и управленческий учет 94
5.5. Проблемы в анализе коэффициентов 97
5.6. Эталонный анализ 99
5.7. Ключевые показатели и система Balanced Scorecard 107

Термины 109
Литература 110

Глава 6 Источники капитала 113

6.1. Виды источников финансирования 113
6.2. Первичное публичное размещение акций 113
6.3. Финансирование на международных рынках 115
Термины 123
Литература 126

Глава 7 Учет рисков 127

7.1. Понятия «неопределенность» и «риск» 127
7.2. Формы и виды экономических рисков 129
7.3. Финансовые риски в системе экономических рисков 131
7.4. Классические теории управления риском 132
7.5. Основные концепции теории портфельных инвестиций 139
7.6. Модели CAPM и APT 141
7.7. Эмпирическая проверка теории портфельных инвестиций 145
Термины 149
Литература 150

Глава 8 Оценка стоимости 151

8.1. Составляющие оценки стоимости 151
8.2. Методы оценки стоимости 152
8.3. Оценка дисконтированных денежных потоков 154
8.4. Оценка стоимости капитала 162
8.5. Особенности оценки рисков на развивающихся рынках 162
8.6. Бизнес-кейс: расчет WACC и прогнозирование денежных потоков для компаний МТС и Вымпелком 162
Термины 171
Литература 171

Глава 9 Информационные технологии и управление капиталом 173

9.1. Роль информации в современной экономике 173
9.2. Информационные системы в управлении 178
9.3. Бизнес-кейс: расчет рентабельности проекта по внедрению АСУ ТП в нефтедобывающей компании 183
Вопросы 187
Термины 187
Литература 188

Приложение 1 Основные положения Международных стандартов бухгалтерского учета (IAS) 189

Приложение 2 Все выпуски ADR крупнейших стран СНГ 192

Приложение 3 Обзор ERP-систем 201

Приложение 4 Указатель терминов 219

Предисловие CIO Тюменской нефтяной компании

Мир переживает бум развития и применения корпоративных информационных систем (КИС) или ERP-систем. Подготовка и принятие решений в среде ERP-систем стали естественным фактором в конкурентной борьбе компаний: крупные холдинги, функционирующие в соответствии с мировыми стандартами, обязаны опираться на самые современные информационные системы, получившие мировое признание.

Разработкой крупных ERP-систем в России не занимаются, а вот их внедрение осуществляется все чаще.

Надо признаться, что сегодня в России нет достаточного количества квалифицированных специалистов, которые обладают необходимым опытом внедрения и эксплуатации крупных ERP-систем. При этом, на мой взгляд, отсутствует и продуманная национальная система подготовки такого персонала в российских вузах. Есть прекрасные школы, выпускающие программистов и специалистов по компьютерной аппаратуре. Но практически нигде не учат внедрению современных бизнес-приложений и работе с ними в рамках корпоративных информационных систем. Мне не приходилось встречать серьезных работ российских авторов по экономике информационных систем.

В нефтяном бизнесе конкуренция может быть самая жестокая — мы обязаны работать на очень высоком уровне подготовки и принятия решений, используя последние достижения в области информационных технологий. Высокая конкурентоспособность компаний, в том числе и ТНК, не может быть обеспечена только иностранными специалистами: как воздух нужны молодые российские таланты, блестяще сочетающие глубокие знания по экономике, информационным системам и математике. Совместный проект МГУ и АйТи «ИТ-экономика» служит как раз этой благородной цели, создавая методический фундамент для подготовки специалистов нового комплексного профиля.

Ежегодно в ТНК приходят на работу выпускники МГУ, проходят практику, участвуют во внедрении современных информационных систем бакалавры и магистры экономического факультета МГУ. Таким образом, мы участвуем в подготовке нужного нам персонала. Жизнь научила нас больше рассчитывать на собственные силы даже в деле выращивания квалифицированных кадров. Для нас поддержка совместного проекта «ИТ-экономика» — это и честь, и насущная жизненная необходимость.

Желаю успеха этому проекту, и пусть изданные в его рамках учебные курсы и книги способствуют появлению в России нового поколения талантливых специалистов в области экономики и применения корпоративных информационных систем.

Корпоративный управляющий информационными технологиями (CIO)
ОАО ТНК Александр Блох

Предисловие от компании Hewlett-Packard

В последние годы развитие информационных систем в России вступает в новую фазу — оно становится частью общей стратегии бизнеса предприятия. Однако такое изменение роли информационных систем и технологий требует не только управленческой воли (хотя она, безусловно, необходима), но и решения целого ряда сопутствующих проблем.

На первом месте, пожалуй, стоят проблемы методологические. Информатизация становится в ряд равноправных бизнес-проектов, а значит, на всех стадиях планирования и учета рассчитывается и контролируется финансовый результат. Для этого как минимум необходима адекватная методика расчета. Существующие методики, увы, отличаются фрагментарностью, затрагивая лишь отдельные виды информационных систем либо отдельные стадии их жизненного цикла. Наконец, отдельную и также не решенную на сегодняшний день проблему представляет организация сбора исходных данных.

Не менее важна кадровая проблема. Необходимы топ-менеджеры, придающие должное значение информатизации предприятия, и менеджеры среднего звена, реализующие новые методики непосредственно в бизнес-процессах учета и планирования. Вместе с тем на данный момент налицо серьезный дефицит такого рода кадров.

Два вышеназванных фактора придают особую важность совместному проекту МГУ и АйТи «ИТ-экономика». В рамках проекта создаются руководства, решающие целый ряд методических проблем, а также база для подготовки квалифицированных кадров в области экономической оценки ИТ-проектов.

Для компании Hewlett-Packard этот проект тоже имеет принципиальное значение. Во-первых, осознание потребителями реальных затрат и результатов, связанных с ИТ, делает рынок в целом более надежным и предсказуемым. Во-вторых, более рациональное и прозрачное принятие решений потребителями снижает риски компаний-поставщиков. Наконец, специализация «ИТ-экономика» обеспечит подготовку специалистов, способных преодолеть понятийный барьер между предпринимателями, мыслящими в экономических категориях, и инженерами в области ИТ, ориентированными, прежде всего, на категории технические. Эти позитивные результаты в совокупности способны вывести на новый уровень рынок ИТ в России.

В заключение воспользуюсь случаем пожелать удачи проекту. Надеюсь, что создаваемые курсы и книги будут способствовать подготовке нового поколения специалистов в области экономики ИТ, которые, в свою очередь, обеспечат дальнейшее развитие российского рынка ИТ.

Павел Горюнов
Директор Hewlett-Packard Consulting
(представительство в России и СНГ)

Почему нужно управлять стоимостью?

В настоящее время концепция управления компанией с целью максимизации ее стоимости получает все более широкое распространение, в том числе и в России. В апреле 2002 года произошло историческое событие — ОАО «РБК Информационные Системы», инвестиционная компания «Атон» и «Альфа-Банк» впервые в России произвели прямое первичное публичное размещение акций (IPO) на отечественных биржах (ММВБ и РТС). Мы видим, что с развитием рынков капитала и других институтов рыночной экономики в России появляется возможность прямого привлечения акционерного капитала, а взаимоотношения с инвесторами становятся важной частью жизни компаний. Увеличение же стоимости компаний — это то, в чем в первую очередь заинтересованы ее владельцы, то есть акционеры.

Знакомые нам недавние крушения фондовых индексов в связи с разочарованием инвесторов в Internet-компаниях, котировки акций которых росли на волне ажиотажного спроса и необоснованных ожиданий, заставляют нас обращать внимание, в первую очередь, на фундаментальные факторы роста стоимости компании — ее денежные потоки. Нельзя рассчитывать только на то, что, основав компанию, можно выгодно воспользоваться ожиданиями инвесторов и заработать на продаже акций, за которыми нет серьезного бизнеса, а есть лишь смутные ожидания чего-то «волшебного», что обещает Internet-бум.

Практической разработкой концепции оценки акционерной стоимости для планирования инвестиций и управления компаниями одними из первых стали заниматься Альфред Раппапорт (Alfred Rappaport) и Джоэл Штерн (Joel Stern), которые не только продолжили исследования нобелевских лауреатов Миллера и Модильяни на более прикладном уровне, но разработали специализированное программное обеспечение и способствовали его распространению на рынке.

Основанной в 1982 году Джоэлом Штерном и Дж. Беннетом Стюартом (G. Bennett Stewart) консалтинговой компании Stern Stewart & Co. (www.sternstewart.com) принадлежит торговая марка EVA[1] (Economic Value Added), обозначающая «экономическую добавленную стоимость». Экономическая добавленная стоимость считается более адекватным измерителем успешности бизнеса по сравнению с традиционными показателями,

[1] Читается «и-ви-эй».

такими как ROI, IRR и др. Подход к измерению результатов экономической деятельности с использованием этого показателя очень быстро завоевал популярность в финансовом мире: в частности, более 300 компаний по всему миру, а также такие крупные инвестиционные банки, как Голдман Сакс (Goldman Sachs) и Кредит Сюис (Credit Suisse First Boston) используют EVA как основной инструмент оценки. Кроме того, к настоящему моменту разработаны специальное программное обеспечение[1] и базы данных, значительно облегчающие анализ и оценку результатов экономической деятельности с точки зрения создаваемой компаниями стоимости. В России тоже есть компании, которые используют EVA, — например, страховая компания «РОСНО» начала использовать данный показатель после ее приобретения немецкой группой Allianz.

В 1986 году вышла книга профессора бизнес-школы J. L. Kellog университета Northwestern Альфреда Раппапорта, «Creating Shareholder Value» (Создание акционерной стоимости). Раппапорт, основавший в 1979 году совместно с Карлом М. Ноублом консалтинговую компанию Alcar Group[2] (сейчас являющуюся частью LEK Consulting), внес большой вклад в популяризацию идеи управления компанией с целью максимизации ее стоимости. Книга быстро стала популярной, была впоследствии переиздана, а у подхода, предложенного Раппапортом, нашлось много последователей, дополнивших его своими исследованиями и применивших его на практике. Популяризации концепции также способствовало распространение специализированного программного обеспечения, разработанного компанией Alcar.

Альфред Раппапорт является главным разработчиком так называемой Shareholder Value Scoreboard, то есть системы показателей акционерной стоимости компаний, ежегодно публикуемых Wall Street Journal. Исследования доказали, что существует устойчивая корреляция между рыночной стоимостью компаний и данными, основанными на использовании таких показателей, как EVA и разработанный Раппапортом показатель SVA[3] (Shareholder Value Added, акционерная добавленная стоимость).

В 1997 году Нобелевская премия по экономике была присуждена Майрону Шоулзу (Myron Scholes) и Роберту Мертону (Robert Merton) за их исследования по разработке модели финансовой оценки на основе так называемых «реальных опционов» (модель Блэка—Шоулза; один из соавторов, Фишер Блэк (Fischer Black), который умер в 1995 году, был упомянут в решении о присуждении премии). Как было показано

[1] См. например, www.hyperion.com/ss_hyperion.html.
[2] www.alcar.com.
[3] Читается «эс-ви-эй».

Стюартом Майерсом (Stewart Myers), профессором Массачусетского технологического института (Massachusetts Institute of Technology), почти 30 лет назад[1], модель Блэка–Шоулза, впоследствии модифицированная Р. Мертоном, может успешно применяться для оценки инвестиционных возможностей не только на финансовых рынках, но и в реальном секторе – для оценки инвестиционных проектов на рынках товаров и услуг.

В любых отраслях экономики менеджерам приходится принимать решения, которые влияют на саму возможность совершать определенные инвестиции в будущем. Уже более 30 лет назад одна из нефтяных компаний, владевшая пакетом лицензий на разработку ряда нефтеносных участков Северного моря, применила опционный метод для оценки альтернативных вариантов использования вложенных инвестиций[2] и оценки стоимости имевшихся у компании лицензий. Дело в том, что, когда традиционный анализ на основе чистой приведенной стоимости денежных потоков давал положительные результаты (NPV > 0), менеджеры компании принимали решение о разработке того или иного участка; на прочих участках, где стоимость разведки и разработки была слишком высокой по сравнению с ожидаемыми доходами, работы не велись. Права на разработку «замороженных» участков предполагалось реализовать за номинальную цену, однако в итоге было решено отказаться от подхода, согласно которому стоимость участков оценивалась на основе денежных потоков, которые генерировались бы в случае, если бы компания немедленно занялась разработкой. Вместо этого было решено оценивать стоимость как опцион на разработку соответствующих участков в определенный момент в будущем, когда извлекаемые запасы могли увеличиться вследствие улучшения технологий (или мог произойти рост цен на добываемую нефть). Таким образом, в реальном секторе экономики могут применяться опционные механизмы, широко распространенные на финансовых рынках, а сами инвестиционные возможности, в отношении которых менеджеры принимают решения, можно рассматривать как опционы.

Тем не менее, несмотря на популярность в академических кругах, данная модель не получила широкого применения в среде управленцев, работающих в реальном секторе. Отчасти причиной служит довольно сложный математический аппарат, используемый в модели Блэка–Шоулза. В условиях России к этому можно добавить высокую неопределенность и риски

[1] В работе «The pricing of options and corporate liabilities», опубликованной в Journal of Political Economy (1973, Volume 81, No. 3, pp. 637–654).

[2] Более подробно данный пример рассмотрен в статье: Leslie Keith J., Michaels Max P. The Real Power of Real Options / The McKinsey Quarterly, 1997, No. 3.

(которые и так сложно оценить), вследствие которых сложно составлять прогнозы на сколько-нибудь значительные промежутки времени, и общую неразвитость рынков (например, опцион на осуществление определенного инвестиционного проекта, даже с блестящими перспективами, может ничего не стоить ввиду отсутствия возможных покупателей такого опциона или с учетом ряда внеэкономических факторов). Однако мы считаем, что данный подход может успешно использоваться применительно к современным российским компаниям.

В последнее десятилетие популяризации в бизнес-среде подхода к управлению бизнесом на основе стоимостной оценки сильно способствовала книга «Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies», выпущенная консалтинговой компанией McKinsey. Книга очень быстро стала бестселлером, и в числе прочих языков была издана на русском под названием «Стоимость компаний: оценка и управление». Популярность книги была настолько очевидна, что среди менеджеров и особенно в среде бизнес-консультантов стало считаться дурным тоном ни разу не прочитать этот труд. Авторы, Том Коупленд (Tom Copeland), Тим Коллер (Tim Koller) и Джек Мурин (Jack Murrin), используя опыт работы McKinsey & Co. и работы предшественников, обобщили соответствующие исследования, дополнили их собственным анализом, рассмотрели множество практических вопросов и снабдили потенциальных читателей рекомендациями по использованию описанных методик.

Структура книги

Первые две главы посвящены принципам бухгалтерского учета и составления финансовой отчетности, служащей основным источником информации о состоянии дел в компании и результатах ее деятельности. Мы считаем важным рассмотреть принципы составления финансовой отчетности, благодаря которым инвесторы получают данные, необходимые для принятия решений об эффективности инвестиций в те или иные проекты и компании и могут оценить результаты деятельности менеджмента компании. Для того чтобы управлять ей эффективно, необходимо иметь в распоряжении своевременную и достоверную информацию о ее деятельности. Читатели, которые уже хорошо знакомы с основными принципами и принятыми в разных странах стандартами бухгалтерского учета и финансовой отчетности, могут пропустить эти главы.

В третьей главе представлены основные виды финансовых отчетов и способы их анализа. В следующей, четвертой, главе мы переходим от рассмотрения вопросов учета и анализа результатов уже совершенной