

РЕФЕРАТ

Данная работа выполнена в объеме 91 страниц. Содержит 14 рисунков, 4 таблицы, 2 приложения, 44 использованных источника литературы.

Наиболее употребляемыми в работе явились следующие термины и определения: управление стоимостью, максимизация стоимости, эффективность, анализ, инвестиции, факторы стоимости и т.д.

Объектом исследования является стоимость компании.

Предметом исследования является управление стоимостью компании (на примере АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»)

Главной целью магистерской диссертации является – разработка системы управления стоимостью исследуемой компании.

В соответствии с поставленной целью магистерского исследования решаются такие задачи, как:

- раскрыть содержание и определить сущность понятия «Управление стоимостью компании»;
- изучить действующую в компании систему управления стоимостью, провести оценку стоимости компании;
- провести анализ основных проблем в системе управления стоимостью компании;
- выявить факторы стоимости и меры ее повышения;
- разработать систему управления стоимостью компании АО «Агрохолдинг Ел-Инвест».

В исследовании использованы методы научного моделирования и научного исследования.

В ходе исследования получены следующие результаты:

- раскрыто содержание и определена сущность понятия «Управление стоимостью компании»;
- проведен анализ действующей системы управления стоимостью, рассчитаны показатели стоимости компании;
- выявлены основные факторы стоимости, а также меры воздействия на них;
- разработана система управления стоимостью и механизм ее внедрения в компании

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	5
1 СОВРЕМЕННАЯ ТЕОРИЯ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ	9
1.1 Сущность системы управления стоимостью	9
1.2 Модели анализа деятельности компании и цикл управления стоимостью	16
1.3 Показатели экономической и акционерной добавленной стоимости и их применение	27
2 АНАЛИЗ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ В АО «АГРОХОЛДИНГ ЕЛ-ИНВЕСТ»	35
2.1 Описание компании и структура управления в АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»	35
2.2 Анализ финансового состояния компании АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»	41
2.3 Проблемы в системе управления стоимостью компании	47
3 РАЗРАБОТКА СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ АО «АГРОХОЛДИНГ ЕЛ-ИНВЕСТ»	58
3.1 Финансовая миссия компании с точки зрения акционеров и менеджеров	58
3.2 Меры максимизации стоимости компании	63
3.3 Разработка и внедрение системы управления стоимостью компании	71
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	81
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	84
ПРИЛОЖЕНИЕ А «Консолидированный бухгалтерский баланс за 2007 - 2008 год»	90
ПРИЛОЖЕНИЕ Б «Консолидированный отчет о прибылях и убытках за 2007 - 2008 год »	94

ВВЕДЕНИЕ

В последнее время в отечественной практике управления постепенно внедряется современная зарубежная концепция управления предприятием – концепция управления стоимостью. В основу концепции положено понимание того факта, что для акционеров (владельцев) предприятий и организаций центральным вопросом является прирост их благосостояния, в результате функционирования объектов владения. При этом, рост благосостояния акционеров измеряется ни мощностью введенных мощностей, ни количеством нанятых сотрудников, ни оборотом компании, а стоимостью предприятия, которым они владеют/1/.

Оценка работы компании как инвестиционного проекта в настоящее время недостаточно распространена среди финансовых директоров и высшего руководства, но тенденция изменения подхода к управлению стоимостью на лицо. В самом деле, рынок стремительно меняется, и количество компаний, которые держатся в одних руках долгое время, сокращается. Компании ищут крупных инвесторов, объединяются, меняют своих владельцев. И даже если на сегодняшний день у владельца нет цели перепродажи бизнеса, такое предложение может быть рассмотрено в любой момент/4/.

Существует множество методик расчета стоимости компании или управления стоимостью - все они объединены в подход VBM – менеджмента (Value Based Management). Известно, что стоимость реализации компании может и, как правило, сильно отличается от балансовой стоимости предприятия.

На что покупатель или крупный инвестор в первую очередь обращает внимание при приобретении компании? Конечно, на финансовые показатели деятельности предприятия, на ситуацию на рынке, инвестору должно быть выгодно, вложить деньги именно в данную компанию, а не в другую, прибыльность инвестиций в предприятие должна быть больше прибыльности инвестиций в другой бизнес рынка/3/.

Именно поэтому актуальность этого вопроса для управленцев и особенно для акционеров не вызывает никаких сомнений.

Существует интересное предположение о том, что «волю к победе» изрядно переоценивают, большинство компаний «хотят победить», но настоящий ключ к успеху – «готовность к победе». Успешные компании наращивают преимущество, основательно готовятся, короче говоря, успех зависит от приготовлений, а не от воли или пожеланий.

Точно также, создание акционерной стоимости требует чего-то большего, чем просто наличие воли. Оно требует четких планов и реальных действий. Главная ошибка большинства управленцев, особенно казахстанских предприятий – это мысль, что создание стоимости каким-то образом «просто происходит» в результате хороших отношений с инвесторами или благоприятной ситуации на рынке, и оно не связано с тем, что менеджеры на самом деле делают. Говоря иначе, слишком многие руководители относятся к «созданию акционерной стоимости», как к плоду общих усилий корпорации, а не цели серьезного стратегического планирования/5/.

Таким образом, это приводит к выводу о том, что взаимосвязь между стоимостью компании и процессом управления стоимостью бизнеса в Казахстане недостаточно исследованы, что и определяет актуальность темы для диссертационного исследования.

Основная проблема, решаемая в диссертации, - внедрение системы управления стоимостью компании для обеспечения интересов всех заинтересованных сторон. Цель диссертационного исследования – сформулировать определение концепции управления стоимостью компании, и доказать влияние процесса управления стоимостью на результативность деятельности бизнеса, и в конечном счете на его стоимость.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- изучить концепцию управления стоимостью компании, рассмотреть опыт управления стоимостью за рубежом;
- определить факторы определяющие стоимость компании;
- установить меры способствующие росту стоимости компании;
- выяснить каким образом можно разработать систему управления стоимостью компании.

Объектом исследования является компания (АО «Агрохолдинг Ел-Инвест») и система управления ее стоимостью, предметом исследования являются процесс управления стоимостью и механизмы повышения стоимости.

Теоретико-методологическую основу диссертационного исследования составляют труды зарубежных авторов в области оценки бизнеса и управления его стоимостью.

В диссертации получены следующие результаты, составляющие научную новизну и практическую значимость исследования:

- показано, что управление стоимостью бизнеса не только получает распространение в Казахстане, но и становится важнейшей задачей в процессе управления компанией;
- установлены ошибки на примере компании АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» допускаемые при разработке системы управления стоимостью, которые достаточно типичны для казахстанских предприятий, в основном находящихся в стадии понимания важности управления стоимостью бизнеса;
- разработаны механизмы повышения стоимости бизнеса на примере конкретной казахстанской компании.

В условиях развития экономики, выхода республики и мира из глобального финансового кризиса, жесткой борьбы за финансовые ресурсы, постепенного развития фондового рынка, установления стоимости активов на справедливых уровнях управление стоимостью компании приобретает действительно колоссальное значение. При этом размер бизнеса, организационная форма и его возможности отходят на второй план.

Максимизация рыночной стоимости является центральной задачей для эффективных собственников, что должно решаться через создание внутрифирменной системы стратегического управления стоимостью компании/4/.

Работа структурирована и поделена на три части. Первая глава посвящена теоретическим аспектам управления стоимостью компании, опыту зарубежных специалистов в данной области. Рассмотрены показатели экономической и акционерной добавленной стоимости EVA и SVA.

Во второй главе рассматривается компания, на примере которой изучается система управления стоимостью. Дано описание компании АО «Агрохолдинг Ел-Инвест», изучены интересующие нас экономические показатели деятельности, выявлены проблемы, существующие в системе управления стоимостью компании.

В заключительной главе реализуется задача разработки механизмы управления стоимостью АО «Агрохолдинг Ел-Инвест». Для этого в первую очередь постараемся определить видение процесса управления стоимостью с точки зрения акционеров и управленцев компании, найдем меры способствующие росту стоимости данной компании и в результате разработаем систему или механизм управления стоимостью названной компанией.

В условиях развития экономики, выхода республики и мира из глобального финансового кризиса, жесткой борьбы за финансовые ресурсы, постепенного развития фондового рынка, установления стоимости активов на справедливых уровнях управление стоимостью компании приобретает действительно колоссальное значение. При этом размер бизнеса, организационная форма и его возможности отходят на второй план. Максимизация рыночной стоимости является центральной задачей для эффективных собственников, что должно решаться через создание внутрифирменной системы стратегического управления стоимостью компании.

1 СОВРЕМЕННАЯ ТЕОРИЯ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

1.1 Сущность системы управления стоимостью

По мере стабилизации экономического положения Казахстана важнейшими факторами успешного развития отечественных компаний в долгосрочной перспективе является наличие фундаментальной цели развития бизнеса, соответствующей изменившейся ситуации, и построение эффективной системы управления, ориентированной на достижение этой цели.

Опыт развитых стран показывает, что единственной целью, обеспечивающей долгосрочное и устойчивое процветание компании, является максимизация стоимости компании (т.е. богатства акционеров). Иными словами, развитие управленческих технологий убедительно доказало, что единственной целью любого коммерческого предприятия является максимизация стоимости, создаваемой для ее владельцев (акционеров)/37/.

Все остальное — удовлетворение потребностей клиентов, следование определенной философии, «миссия» компании, построение корпоративной культуры и т. д. (включая и достижение определенного размера чистой прибыли) — является лишь средством достижения этой основополагающей цели. Следовательно, управление бизнесом представляет собой управление стоимостью компании с целью максимизации этой стоимости в долгосрочной перспективе, а система управления бизнесом есть не что иное, как система управления стоимостью бизнеса/2/.

Однако стоимость компании — это, прежде всего, объект стратегического управления. Сейчас у топ - менеджеров стало появляться понимание того, что в конечном итоге эффективность управления предприятием определяется не его ликвидностью или рентабельностью, не величиной прибыли, а увеличением «цены» бизнеса. Это значит, что грамотно управляемое предприятие со временем увеличивает свою стоимость, а, следовательно, величина стоимости не только предмет фискальных интересов

государства, но и объект стратегического планирования, мониторинга и управления/5/.

В этой связи в последние годы в практику управления постепенно внедряется одна из современных концепций менеджмента - управление стоимостью компании (Value-Based Management -VBM). Этот новый метод управления получил широкое распространение в начале девяностых годов в США. Суть его заключается в том, что все стратегические и оперативные решения направлены на максимизацию стоимости предприятия, тем самым VBM ставит перед работниками всех уровней одну общую цель – непрерывный рост стоимости предприятия. В основе этой концепции лежит понимание того, что рост благосостояния акционеров измеряется не объемом введенных мощностей, количеством нанятых сотрудников или оборотом компании, а рыночной стоимостью предприятия, которым они владеют. Причем увеличение акционерной стоимости не противоречит долгосрочным интересам других заинтересованных сторон. Успешно действующие компании создают сравнительно больше стоимости для всех участников экономической среды – инвесторов, работников, потребителей и даже для государства в связи с ростом налога на имущество. Кроме того, есть, и другие более существенные причины, по которым крупные компании начинают переходить на систему VBM/2/.

Прежде всего, стоимость – это интегральный показатель, наиболее точно выражающий количественный результат деятельности предприятия, так как оценка стоимости требует полной информации, учета факторов риска и времени, альтернативных издержек, добавленной стоимости и т.д. Во-вторых, нацеленность на увеличение стоимости активов приводит к росту доли накопления и, тем самым, к ускорению темпов экономического развития. Рост стоимости активов предприятия расширяет его возможности в привлечении заемного капитала, что учитывая эффект финансового левериджа, чаще всего повышает рентабельность собственного капитала. И, наконец, если с помощью VBM станет выгодно вкладывать средства в отечественные крупные корпорации, то это прекратит утечку капиталов за рубеж/2/.

Для того чтобы построить эффективную систему управления стоимостью бизнеса, необходимо четко понимать, что такое стоимость бизнеса и как ее можно определить (или, по крайней мере, оценить с достаточной степенью точности для эффективного управления бизнесом). Если стоимость вещи представляет собой выраженную в денежном эквиваленте ценность вещи для ее владельца (т.е. способность приносить владельцу определенную пользу); то стоимость бизнеса определяется способностью этого бизнеса (т.е. его активов, персонала и т. д.) приносить владельцу этого бизнеса денежную прибыль (точнее, денежные потоки, которые владелец бизнеса может направить на личное потребление, создание нового бизнеса, благотворительность и т. д.)/6/.

Очевидно, что чем более значительными являются ожидаемые в будущем чистые денежные потоки, тем более ценным для владельца является бизнес и тем выше стоимость этого бизнеса.

Стоимость (дисконтированный денежный поток) – лучшая мера результатов деятельности потому, что ее оценка требует полной информации. Чтобы понять, как создается стоимость, необходимо мыслить долгосрочными критериями; управлять всеми денежными потоками; уметь сравнивать между собой денежные потоки за различные периоды времени с поправкой на соответствующий риск. Стоимость как наилучший экономический показатель позволяет достигать более ясных и точных компромиссов, поскольку требование любого участника поддается стоимостной оценке/7/.

Научный и практический интерес к концепции управления стоимостью компании изначально был порожден потребностью выжить, а затем и выиграть в условиях растущего жесткого внешнего конкурентного давления. Кроме того, проблемы создания системы управления стоимостью компании тесно переплетаются с задачами корпоративного управления и финансовой системы.

Управление стоимостью компании - комплексный процесс. Его можно определить как построение - стратегических и оперативных, финансовых и нефинансовых решений менеджмента компаний. С другой стороны, управление стоимостью должно исходить из необходимости удовлетворения ожиданий

всех «заинтересованных лиц»/8/. Соединяя обе стороны, выделим пять составляющих управления стоимостью которые показаны на рисунке 1.

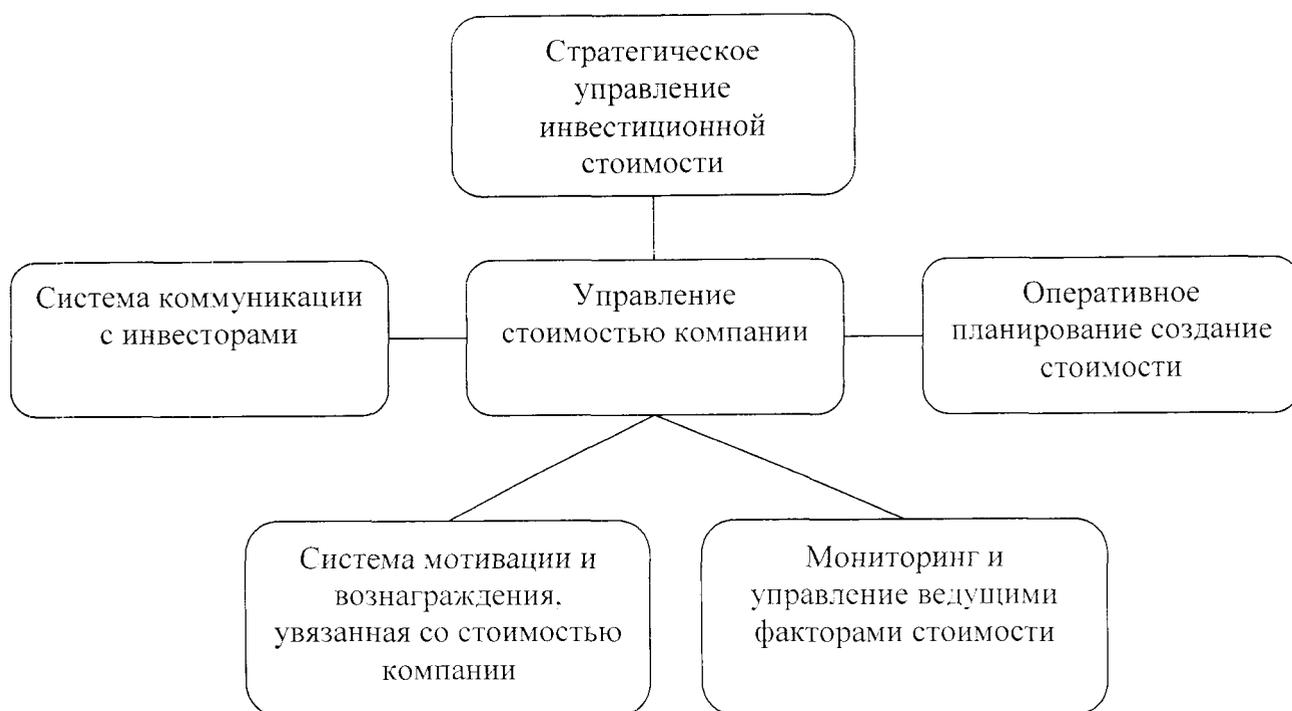


Рисунок 1 - Слагаемые управления стоимостью компании

Первое составляющее - стратегическое планирование инвестиционной стоимости капитала владельцев, внедрение стоимостного мышления в стратегические решения. Это предъявляет качественно новые требования к необходимой информации, к технологиям, которые должны помогать оценивать эффективность рыночной стратегии. В этом слагаемом соединяются два типа моделей компании. Нужно, во-первых, описать бизнес-модель: в частности, выбрать качественные параметры, характеризующие привлекательные особенности ее стратегии и конкурентные преимущества, то есть дать качественный портрет фундамента создания стоимости. Во-вторых, нужно измерить движущие силы бизнеса и перевести их на язык конкретных показателей - ведущих факторов стоимости, а значит, подобрать конкретный вариант расчетного алгоритма и способ построения финансовой модели/18,34/.

Второе слагаемое - создание системы показателей оценки оперативной деятельности внутренних подразделений компании на разных этажах управления, в которой будут учтены распределение ответственности, масштабы

полномочий менеджеров разного уровня организационно-управленческой структуры. Такая система показателей, отталкиваясь от базовых принципов, обрывает индивидуальными параметрами, характерными как для отрасли, так и для компании. С помощью новой системы показателей менеджеры могут оценивать влияние тех или иных оперативных решений, которые предполагается осуществлять внутри данного этажа управления, на стоимость всей компании. Определяя и измеряя их влияние, то есть, оценивая наиболее «чувствительные зоны стоимости», команда менеджеров получает инструмент для обоснования выбора из имеющихся альтернатив и определения приоритетов. Преимущество такого углубления стоимостного мышления - увязывание профессиональных задач персонала компании с итоговым, интегрирующим показателем стоимости. Однако это трудоемкий процесс, который требует перестройки привычных процедур бизнес-планирования и изменения приемов бюджетирования/29/.

Поэтому третье слагаемое управления стоимостью - мониторинг ведущих факторов стоимости, система «раннего предупреждения» негативных, разрушительных процессов на разных этапах управления с точки зрения критерия стоимости, выявление «разрушителей стоимости».

Система управления стоимостью бизнеса основана на выявлении и оптимизации ключевых факторов стоимости в различных элементах компании (в компании в целом, бизнес-единицах, региональных филиалах, функциональных подразделениях, бизнес-процессах, инвестиционных проектах). Оптимизация ключевого фактора стоимости означает достижение такого значения этого фактора, при котором его вклад в стоимость компании (с учетом взаимодействия с другими факторами стоимости) является максимальным/8/.

Фактором стоимости является любой фактор, оказывающий влияние на стоимость компании — от уровня дебиторской задолженности до уровня мотивации коммерческих представителей. Факторы стоимости бывают внутренними (относящимися к самой компании) и внешними (относящимися к окружающей среде компании); количественными (поддающимися численному

измерению) и качественными (численному измерению не поддающимися); финансовыми (измеряемыми в денежном выражении) и нефинансовыми (не имеющими денежного выражения). Согласно широко известному принципу Парето, 20 % факторов стоимости вносят 80 % вклада в создание стоимости в компании. Эти 20 % и являются ключевыми факторами стоимости. Среди ключевых факторов стоимости можно, в свою очередь, выделить 20 % важнейших факторов стоимости, вносящих наибольший вклад в стоимость компании. Таким образом, искусство менеджера состоит в выявлении ключевых и важнейших факторов стоимости и в построении системы структур и мер по их оптимизации (которая и становится системой управления стоимостью компании).

Освоение «стоимостного видения» должно материализоваться и в вознаграждении - это четвертое слагаемое. Формирование переменной части оплаты, принципы определения ее величины, дополнительные поощрения - все эти механизмы подстраиваются под задачу выявления вклада менеджеров и других категорий персонала в «копилку стоимости компании». Это достигается разными средствами. Во-первых, через прямую привязку переменной части зарплаты к новым показателям, основанным на стоимости компании и используемым для установления целевых заданий на два-три года. Второй способ - использование принципа накопления доли бонусов и их выплаты при условии достижения целевых заданий по росту стоимости компании. Третий способ - выплата части зарплаты в форме опциона на акции компании. Опыт компаний, вовлеченных в управление стоимостью, говорит о том, что у менеджеров высшего звена в среднем 50% их оплаты прямо зависит от показателей стоимости компании/38/.

Пятое слагаемое управления стоимостью - изменения в коммуникациях с заинтересованными сторонами компании, и, прежде всего с ее инвесторами. Создание новых показателей оценки деятельности компании, использование новых аналитических моделей, применение новых алгоритмов обоснования решений, новые критерии приоритетов в деятельности внутренних единиц

компания - все это требует дополнительного информирования заинтересованных групп/36/.

Большой вклад в популяризацию стоимостного подхода к управлению внесли специалисты компании «McKinsey». Книга партнеров компании Тома Коупленда, Тима Колера и Джека Мурина «Стоимость компании: оценка и управление» стала бестселлером деловой литературы во многих странах мира, в том числе в России.

Можно отметить развитие ряда школ, представляемых разными консалтинговыми компаниями, пропагандирующими свои системы управления стоимостью: «Stern Stewart & Co», «Marakon Associates», «McKinsey & Co», «Pricewaterhouse Coopers», «L.E.K. Consulting», «HOLT Value Associates» и др. Обороты данных компаний измеряются сотнями миллионов долларов, а число клиентов – многими тысячами по всему миру. Огромные средства тратятся на исследования проблем управления стоимостью.

В настоящее время концепция управления стоимостью принята специалистами по экономике в качестве базовой парадигмы развития бизнеса. Согласно концепции целесообразно отказаться от неэффективных бухгалтерских критериев оценки успешности функционирования компании и принять в качестве основы критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов, - добавленная стоимость/27/.

Концепция управления стоимости базируется на следующих принципах:

- наиболее приемлемый показатель, позволяющий адекватно оценить деятельность компании, - поток денежных средств, генерируемый компанией;
- новые капитальные вложения компании должны осуществляться только при условии, что они создают новую стоимость. При этом создают стоимость новые инвестиции только тогда, когда рентабельность вложений выше затрат на привлечение капитала;
- в измеряющихся условиях окружающей экономической среды сочетание активов компании (ее инвестиционный портфель) также должно меняться с целью обеспечения максимального роста стоимости компании.

Отказ от традиционных бухгалтерских показателей в концепции стоимости объясняется очень просто: бухгалтерская отчетность не всегда объективно выражает текущее финансовое состояние компании и ее финансовые результаты. Постоянно усложняющаяся методология бухгалтерского учета позволяет руководству существенно исказить сведения о финансовых результатах их компаний. Череда бухгалтерских скандалов, произошедших в США (например, ситуация с компаниями «ENRON», «WORLDCOM»), яркое тому подтверждение. Казахстанская система бухгалтерского учета представляет заинтересованным искаженную информацию.

Концепция управления стоимостью позволяет объяснить причины перелива капитала из одной компании, отрасли, страны в другую. Капитал – самовозрастающая категория, поэтому его стоимость должна постоянно увеличиваться. Если стоимость капитала не возрастает, то его собственники принимают решение о новой сфере его приложения, в которой эта стоимость будет создаваться/2/.

Концепция управления стоимостью компании принята специалистами по экономике в качестве базовой парадигмы развития бизнеса. Данная концепция переносит центр тяжести от бухгалтерских показателей оценки успешности функционирования компании на показатели добавленной стоимости.

Если компания не создает на ожидаемом инвесторами уровне, она теряет один из основных ресурсов – капитал. Концепция управления стоимостью дает в руки менеджеров экономические инструменты, с помощью которых они могут увеличивать стоимость компании, воздействуя на факторы стоимости. Концепция позволяет постоянно обновлять показатели, характеризующие эффективность деятельности компании/10/.

1.2 Модели анализа деятельности компании и цикл управления стоимостью

Управление стоимостью охватывает разные ветви менеджмента, и каждая функциональная ветвь фокусирует внимание на собственных узких задачах на пути к росту стоимости компании. Финансовую составляющую системы управления стоимостью компании невозможно рассматривать только с позиции функциональной ветви менеджмента. Имея дело с количественными оценками динамики компании, она играет более значительную роль, чем простое измерение и отслеживание движения капитала и потоков доходов. Прежде всего, вводятся новые стартовые, промежуточные и конечные точки отсчета этого движения, поскольку оно рассматривается через призму инвестиционной стоимости капитала. Но главное заключается в том, что внедряется новое видение результатов, новая культура анализа/12/.

В решении конкретных оперативных и ключевых специфических проблем компании, которые предстоит практически осуществлять менеджменту, следует разграничить и выделить две модели анализа деятельности компании. Каждой модели свойственны свои принципы, именно с их помощью объясняется деятельность компании, а также логически вытекающие из них показатели для измерения ее результатов. Первая модель может быть с некоторой долей условности названа бухгалтерской, и она построена на традиционной для бухгалтерского учета трактовке капитала компании и результата его использования. Хотя эта модель не сводится к бухгалтерскому учету, как таковому, в ней выражена система принципов, формирующая определенный стиль анализа для специалистов в области управления, для всей управленческой команды. Вторая аналитическая модель может быть названа финансовой, и она выстраивается в соответствии с принципами корпоративных финансов/9/.

Различия моделей анализа деятельности компании имеют принципиальный характер. Современная компания осуществляет свою деятельность в среде, которой свойственны по крайней мере три измерения:

- первое и основополагающее – риск и неопределенность;
- второе – «лестница доходности», соответствующей ступеням инвестиционного риска;

- третье – ликвидность, способность быстро трансформировать создаваемые продукты и результаты в самую удобную форму – в денежные потоки.

Можно сказать, что эти три измерения формируют фундамент и каркас современного «аналитического здания» компании, особенно в ситуациях, которые требуют количественных оценок ее результатов. По всем трем измерениям бухгалтерская и финансовая модели расходятся. Расхождения начинаются с видения самого выигрыша компании. Бухгалтерское видение компании основано на фактически проводимых операциях, исключает из анализа альтернативность возможных действий и практически игнорирует варианты развития. Совершенно очевидно, что к издержкам компании за рассматриваемый период в рамках такого видения относят только понесенные расходы. Ограниченность этой модели в том, что принцип «фактически проведенных операций и фактических расходов» доминирует не только на этапе сбора и обработки информации в самом учете, но и в логике последующего анализа деятельности компании в принятии решений. Слабость бухгалтерской традиции анализа операций компании с точки зрения задач управления стоимостью состоит в том, что в ней не предусмотрена культура оценки дополнительных альтернативных возможностей/9,11/.

Успешный результат, по логике бухгалтерской модели, - эта ситуация, в которой заработанная выручка покрывает понесенные фактические расходы. Он не выражает основополагающей концепции современного экономического анализа создания экономической прибыли. Главный принцип анализ последней заключается в учете альтернативных вариантов вложения капитала с определенным риском и соответствующем риску экономическим эффектом, или в учете утраченного инвестиционного дохода. Подход с позиций экономической прибыли требует внимательного изучения риска инвестиций, поиска сопоставимых по риску альтернатив, анализа их результатов и, следовательно, кардинального переосмысления всего процесса выявления и оценки выигрыша. Анализ успеха или неудачи компании, проводимый по критериям экономической прибыли, несомненно, длиннее, явно более

трудоемкий, далеко неоднозначный и в этом смысле менее комфортный для аналитика и для менеджера. Не вдаваясь в детали, ограничимся выводом. Следование принципу экономической прибыли – это признак правильно выбранной аналитической модели, которая нужна для обоснования задач, стоящих перед менеджментом современной компании/2,13/.

Второе существенное ограничение бухгалтерской модели как аналитической основы для создания системы управления капиталом состоит в том, что эта модель не ориентирует анализ на проблему неопределенности ожидаемого результата, с которой как раз и сталкивается инвестор. На основе данных отчетности невозможно напрямую получить ставку доходности капитала, которая показывала бы альтернативные возможности инвестора, поскольку изучаемые альтернативы должны иметь сравнимый уровень риска. Оставаясь в рамках бухгалтерской модели, нельзя дать ответ на вопрос, сравнима ли бухгалтерская прибыль этой компании с ее инвестиционным риском, компенсирует ли она риск и в этом смысле достаточна ли она для инвестора. Иными словами, бухгалтерская прибыль даже при самом аккуратном способе ее расчета — это еще не показатель того, что компанией действительно получен удовлетворительный результат для ее инвестора. Отсюда следует, что в обосновании ключевых решений о капитале (об инвестициях, о выборе источников финансирования, о реструктуризации и присоединении) не возможно оперировать данными о рентабельности, рассчитанными на базе бухгалтерского стандарта. Каким бы совершенным он ни был, ни один показатель рентабельности или доходности (return on assets, ROA, или return on equity, ROE), полученный на основе данных финансовой отчетности компании, не увязан с риском и поэтому не может быть критерием для финансовых, а главное — для стратегических решений. Наконец, сложившаяся в бухгалтерском подходе аналитическая традиция сфокусирована на показателе начисленной прибыли как инструменте выражения результата деятельности, достигнутого компанией за данный период. Однако для решения задач управления необходима картина ликвидности, поэтому современная

финансовая модель оперирует показателями потоков свободных денежных средств (free cash flows, FCF)/2/.

Чтобы завершить сравнение двух моделей, необходимо учесть еще два различия. Четвертый принцип бухгалтерской модели связан с номинальной трактовкой результата, выраженного в денежных измерителях. Здесь отсутствует инвестиционная трактовка результата. Не выясняя величины «пожертвованного» дохода, эта модель не ставит под сомнение и величину результата, который ожидается в будущем. Прибыли и денежные потоки, нынешние и прогнозируемые, рассматриваются прямолинейно, без скидки на доходы, утрачиваемые из-за невозможности получения денежного потока сейчас и его немедленного инвестирования. Следовательно, бухгалтерская модель, даже в случае последовательного применения принципа консерватизма,

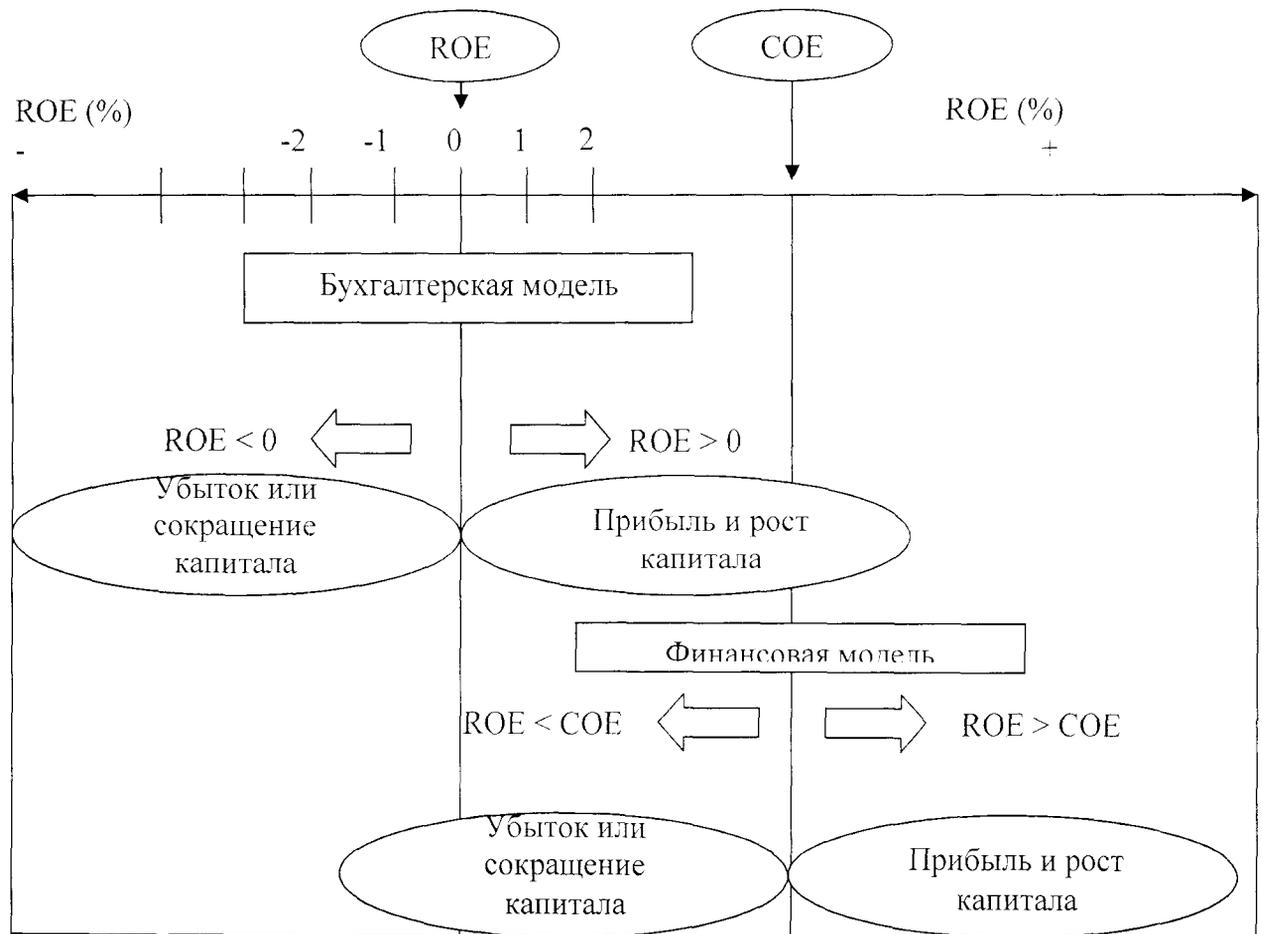


Рисунок 2 - Бухгалтерская и финансовая модели анализа деятельности компании

необходимого для подготовки отчетных данных, не создает основы для подлинно жесткой и сдержанной аналитической оценки операций компании.

На рисунке 2 представлена Бухгалтерская и финансовая модели анализа деятельности компании. Ключ к финансовой модели компании — использование экономической прибыли для обоснования решений и для анализа результатов деятельности. Экономическая прибыль — итоговый показатель, который количественно оценивает, достаточны ли создаваемые потоки денежных средств для обеспечения нормального уровня доходности, или так называемой барьерной доходности капитала собственника компании. Что в данном случае представляет собой «норма»? Где та планка, достигнув которую, владелец капитала может считать, что он получил нормальную прибыль? Прежде всего, критерий «нормальности» надо искать, естественно, не в области эмоций, а в сфере анализа риска. Понадобится провести анализ требований инвесторов — владельцев компании к ее доходности, оценить, во что обходится капитал, внесенный владельцами, и определить, каковы те потенциальные ставки доходности, которых они ждут/2,13/.

С точки зрения инвестора, «нормальная» ставка показывает величину фактической доходности вложений в данную компанию, ниже которой у него пропадает стимул и мотив продолжать инвестировать капитал в данную компанию/14/. Если же на «нормальную» ставку смотреть глазами менеджера, то она представляет собой затраты на привлечение собственного капитала (cost of equity, COE) или минимальную доходность инвестиций, которую должна обеспечивать команда менеджеров компании. Технологии определения такой ставки уходят корнями в корпоративные финансы и непременно связаны с изучением ставок, складывающихся на рынке капитала. Наконец, именно бухгалтерская модель приучила менеджеров применять показатели прибыли не только для оперативного управления, но и, главное, для выработки стратегических решений, для количественной характеристики цели развития компании и ее подразделений. Но эти показатели вызывают сомнения с точки зрения их пригодности для полноценного финансового анализа перспектив и для оценки стратегической эффективности компании. Постановка цели и задач управления в параметрах, вырванных из контекста риска и требований инвесторов к доходности, не может удовлетворять прежде всего самого

собственника компании. Управление принадлежащими и подконтрольными ему активами в отрыве от шкалы рисков и необходимой с точки зрения этих рисков «лестницы доходов», которые должна зарабатывать для него команда менеджеров, неприемлемо для современных рыночных условий, не отвечает ни задачам финансового менеджмента, ни задачам стратегического управления, где речь идет о размещении капитала, выборе его оптимальной структуры, где решения менеджера должны быть увязаны с показателями риска компании.

Поэтому в финансовой модели анализа деятельности компании принято количественно выражать цель ее развития в виде инвестиционной стоимости капитала владельцев компании, в которой суммированы потоки свободных денежных средств (FCF) с учетом барьерной планки доходности. Принципы анализа инвестиционной стоимости, факторов, влияющих на ее формирование и на ее динамику, — все это объединяет современная финансовая модель анализа работы компании. Концепция управления стоимостью компании основана на смене парадигмы анализа компании, выстраивании его на принципах финансовой модели, превращении этой модели в фундамент обоснования ключевых решений, на отказе от половинчатости, двойственности и непоследовательности его применения на практике. На наш взгляд, в этом кроется первая причина, позволяющая считать VBM инновацией в менеджменте. Такая смена парадигмы происходит в высокоразвитой западной деловой и управленческой среде, когда компании приступают к внедрению данной концепции. Но, что очень важно, такая смена парадигмы более всего нужна некорпоративному пока по своей организационно-правовой почве казахстанскому бизнесу, который сейчас имеет своего рода формальные основания не оглядываться на курсы акций. Настоятельная потребность в освоении нового аналитического аппарата диктуется, на наш взгляд, дополнительной, специфической национальной причиной. Казахстанский бизнес, а вместе с ним и менеджмент выросли на почве административной экономики и безальтернативного управленческого мышления и представляют управленческую традицию, в которой реально действующие команды не имеют навыка анализа барьерной планки доходности, не понимают противоречивости

оценок решений на базе бухгалтерской традиции, но стремятся взять высокий темп и сделать прорыв в будущее. В этом естественном стремлении следует прервать инерцию анализа, не отвечающего сути требований конкуренции за капитал инвесторов/2,22,24/.

Переход к финансовой аналитической модели ведет к фокусированию на задаче долгосрочного роста инвестиционной стоимости капитала владельцев компании. Эта задача решается, если в компании систематически создается экономическая прибыль или получается доход, который является более привлекательным, чем в альтернативных вариантах вложения капитала с таким же инвестиционным риском. С точки зрения финансовой модели в операциях компании должен генерироваться поток свободных денежных средств, достаточный для решения ее стратегических задач и компенсации инвестиционного риска инвесторов. Управление стоимостью — это целенаправленный процесс достижения устойчивого положительного потока свободных денежных средств, превышающего требуемый за инвестиционный риск доход на протяжении периода горизонта прогнозирования. Согласно финансовой модели горизонт прогнозирования — это понятие, имеющее два измерения: стратегическую основу и финансовое выражение. С точки зрения первого измерения — это период, в течение которого компания обладает ключевыми конкурентными компетенциями (*core competencies*)/19/.

С точки зрения второго — это период, в течение которого компания потенциально способна создавать положительную экономическую прибыль. Как показано на рисунке 3, начиная с года $n + 1$ возможности получения положительной величины экономической прибыли исчезают, происходит перелом в ее динамике и в этом остаточном периоде экономическая прибыль равна нулю. Но тем не менее компания продолжает генерировать положительные потоки свободных денежных средств, однако их величина теперь достаточна лишь для компенсации инвестиционного риска/19/.



Рисунок 3 - Инвестиционная стоимость компании как поток экономической прибыли

Таким образом, управление стоимостью — это концепция, нацеленная на превращение потенциальных возможностей извлечения экономической прибыли для собственника компании в реальность/17/.

Опыт внедрения VBM показывает, что компании разрабатывают дополнительные отчеты, так называемые «Отчеты о стоимости» или «Отчеты об управлении стоимостью». Такие разделы годовых отчетов отражают серию дополнительной финансовой (количественной) и нефинансовой (качественной) информации. Например, в годовой отчет могут вноситься такие данные, как затраты на капитал (барьерная ставка доходности); программы риск-менеджмента и их роль в контроле инвестиционных рисков компании; описание ведущих финансовых факторов стоимости компании и мер, принятых для достижения позитивного воздействия на инвестиционную стоимость; роль маркетинговой политики компании в усилении ключевых факторов стоимости; динамика приращения инвестиционной стоимости, рассчитанной на основе соответствующей модели VBM по компании в целом или по сегментам бизнеса;

данные о том компоненте вознаграждения высших менеджеров, который увязывает приращение инвестиционной стоимости с совокупной оплатой их труда/16/.

Воплощение всего комплекса слагаемых VBM требует перестройки многих управленческих процессов, и в этом смысле необходимо говорить о цикле управления стоимостью компании, или организации самого процесса перехода к этой концепции. На рисунке 4 представлен Цикл управления стоимостью компании/20/.

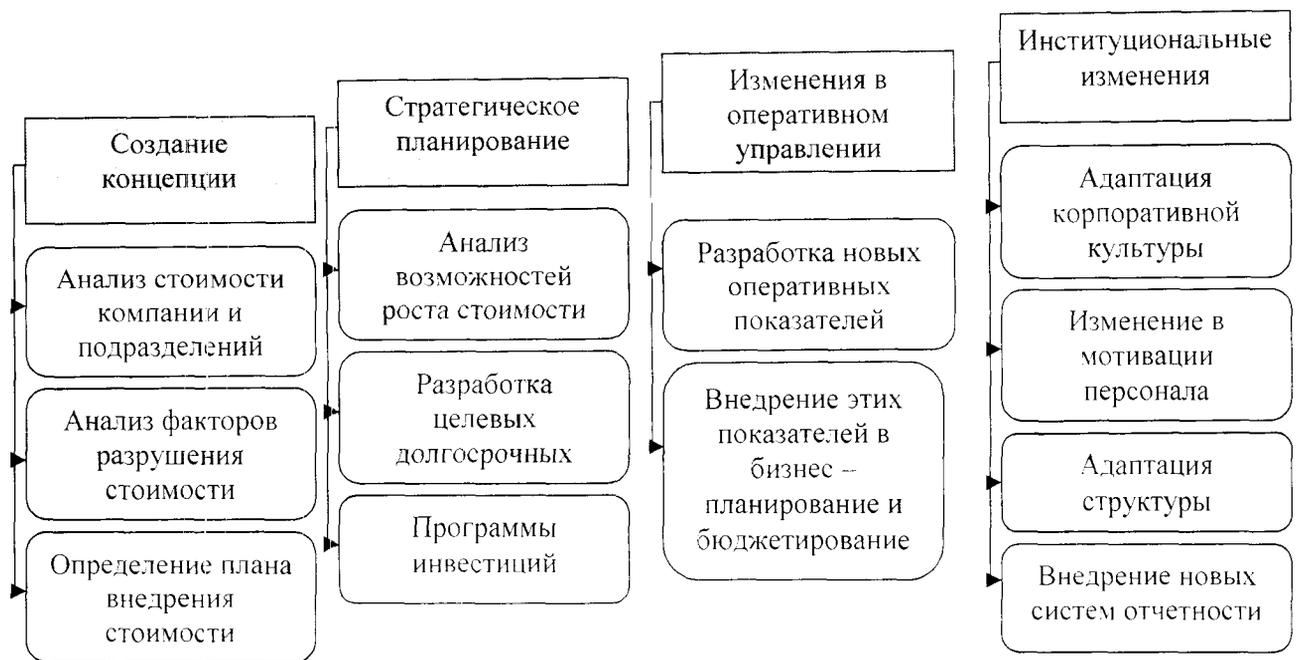


Рисунок 4 - Цикл управления стоимостью компании

Изменения в самом аналитическом аппарате, которые составляют стержень управленческих инноваций, означают разработку корпоративной финансовой модели для анализа инвестиционной стоимости компании и проектирования ее изменений в соответствии с разными стратегическими сценариями развития. Этот этап определяет видение перспектив компании, а их оперативная проработка — это следующее звено цикла, где необходимо внести соответствующие задачам управления стоимостью компании изменения в процедуры внутрифирменного учета и планирования. Как показывает реальный опыт внедрения управления стоимостью, наиболее успешные на этом пути компании изменяют подходы к управленческому учету, переходя на системы

учета «по функциям и видам деятельности» (activity based costing, ABC), которые позволяют, по сути, выделять факторы стоимости компании на каждом этапе ее цепочки создания ценности и распределять накладные расходы в соответствии со вкладом конкретного фактора в создание стоимости. Такой подход дает возможность точнее отслеживать причины изменений в уровне затрат, контролировать затраты и в конечном счете более эффективно управлять ими. Кроме того, опыт преуспевающих в управлении стоимостью компаний говорит о существенных переменах в отношениях центра и подразделений при составлении и исполнении бюджетов капиталовложений в компании, о достижении ими нового качества финансирования инвестиционных программ, которое состоит в отказе от подхода «под проект» и в переходе к концепции и технологии финансирования «под эффективную стратегию». Институциональная перестройка как завершающее звено цикла требует изменений в нескольких ракурсах. Во-первых, тщательной проработки потенциальных противоречий, анализа возможной «несовместимости» новой концепции и существующих корпоративных традиций. Как показывает фактический опыт внедрения VBM, провалы и неудачи часто связаны с игнорированием такой диагностики. Во-вторых, понадобится определенная реорганизация структуры центров финансовой ответственности в компании, создание «центров стоимости» (центров капитализации), тщательное распределение полномочий в области инвестиционных решений, проработка системы соподчиненных показателей, увязанных с целевыми корпоративными заданиями по инвестиционной стоимости или экономической прибыли для всех уровней финансовой ответственности. Без определения оптимальной структуры таких уровней и выделения «центров стоимости» не будут эффективными программы вознаграждения персонала, основанные на вкладе в инвестиционную стоимость или экономическую прибыль/20,23/.

1.3 Показатели экономической и акционерной добавленной стоимости и их применение

При переходе к концепции управления стоимостью необходимо выявление факторов роста стоимости компании, воздействуя на которые, менеджеры могли бы существенно повысить стоимость.

Руководство компании должно понимать, что она находится в постоянной конкурентной борьбе с другими компаниями за капитал инвесторов и, если компания не может обеспечивать приемлемого для инвесторов роста стоимости капитала, лишается этого ресурса, этого фактора производства, без которого невозможно ее дальнейшее функционирование. Построение системы управления стоимостью начинается с базового уровня и захватывает управленческую и финансовую системы, сложившиеся в компании/21/.

Факторы стоимости можно разделить на две группы: внешние (не подлежащие воздействию со стороны менеджмента компании) и внутренние (подвластные менеджменту). Невозможность воздействия на внешние факторы (например законодательные ограничения, изменение налогового законодательства, инфляционные риски и т.д.) не означает, что менеджеры не могут предвидеть их изменение и минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды. Задача менеджмента состоит в том, чтобы защитить стоимость своей компании от колебания внешних факторов как можно в большей степени. Система внутренних факторов стоимости представляет собой совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее единиц.

Показатели детализируются для каждого уровня управления, при этом каждое подразделение отвечает за те факторы стоимости, на которые оно может воздействовать, Система показателей, характеризующих эффективность компании в рамках концепции управления стоимостью, постоянно обновляется.

Значительный вклад в развитие данной концепции был внесен также Беннетом Стюартом – разработчиком показателя экономической добавленной стоимости (EVA) и Альфредом Раппапортом – разработчиком показателя акционерной добавленной стоимости (SVA)/15/.

Показатель EVA является результатом исследований, отраженных в монографии Б.Стюарта “The quest for value: a guide for senior managers”.

Показатель SVA, в свою очередь, подробно освещен в книге А. Раппапорта “Creating Shareholder value: a guide for managers and investors”. Книга является результатом деятельности консалтинговой компании основной А. Раппапортом.

Из всех существующих показателей, используемых в рамках концепции управления стоимостью компании, показатель экономической добавленной стоимости наиболее известен и распространен.

Автор концепции Б.Стюарт определяет показатель экономической добавленной стоимости как разность между чистой операционной прибылью после налогообложения и затратами на привлечение капитала. EVA позволяет оценить реальную экономическую прибыль при требуемой ставке доходности, которую акционеры и кредиторы смогли бы получить, вложив свои средства в ценные бумаги с таким же уровнем риска/15/.

Существует два основных способа расчета показателя EVA¹:

$$EVA^2 = [NOPAT - WACC] * CAPITAL\ employed \quad (1)$$

Где: NOPAT - чистая операционная прибыль после налогообложения

WACC - средневзвешанная стоимость капитала

CAPITAL employed - Инвестиционный капитал

$$\text{Equity EVA} = (\text{ROE} - \text{Cost of Equity}) (\text{Equity Invested}) \quad (2)$$

где: ROE – рентабельность собственного капитала

Cost of Equity – стоимость собственного капитала

Equity Invested - инвестированный собственный капитал

Расчет данного показателя может осуществляться, когда сложно точно определить величину капитала, при этом его структура неизменна.

EVA² - в более поздних работах для того, чтобы избежать определенной субъективности, получающейся в результате расчетов, Б.Стюарт предложил следующий расчет:

$$EVA = (\text{Change in NOPAT}) - (\text{Change in investad capital}) * (\text{Cost of capital}) \quad (3)$$

где: Change in NOPAT - изменение чистой операционной прибыли после налогообложения

Change in investad capital - изменение величины инвестированного капитала

Cost of capital - стоимость капитала

Или второй способ:

$$EVA = (\text{ROI} - \text{Средневзвешенная стоимость капитала}) * \text{Инвестированный капитал} \quad (4)$$

где: ROI - норма возврата капитала

Рассмотрим взаимосвязь между экономической добавленной стоимостью и основными факторами, используемыми при расчете. При управлении стоимостью компании основные факторы могут быть разделены на наиболее мелкие составляющие.

Увеличивая значение показателя EVA путем воздействия на приведенные факторы, менеджер увеличивает стоимость компании.

Показатель EVA может быть увеличивает за счет:

- увеличения дохода от реализации и уменьшения величины затрат [экономия и оптимизация текущих издержек (сокращение нерентабельных производств и т.п.)];

- оптимизация затрат на привлечение капитала.

Оценка компании на основе показателя экономической добавленной стоимости. С помощью показателя экономической добавленной стоимости можно рассчитать стоимость компании:

Стоимость компании = Ранее инвестированный капитал + Текущая добавленная стоимость от капитальных вложений + Сумма текущих добавленных стоимостей от новых проектов. (5)

В процессе управления стоимостью компании показатель экономической добавленной стоимости используется при: составлении капитального бюджета; оценке эффективности деятельности подразделений или компании в целом; разработке оптимальной и справедливой системы премирования менеджмента. Преимущества применения показателя связаны с адекватным и нетрудоемким определением, фирмой или отдельным проектом цели по увеличению рыночной стоимости/15/.

На рисунке 5 показаны основные факторы, формирующие EVA



Рисунок 5 - Основные факторы, формирующие EVA

Таким образом, экономическая добавленная стоимость:

- является инструментом для измерения «избыточной» стоимости, созданной инвестициями;
- выступает индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, отрицательная – о снижении.
- служит инструментом для определения нормы возврата капитала, выделяя при этом часть денежного потока, заработанного за счет инвестиций;
- базируется на стоимости капитала как средневзвешенном значении различных видов финансовых инструментов, используемых для финансирования инвестиций;
- позволяет определять стоимость компании, а так же оценивать эффективность подразделений компании или отдельных имущественных комплексов;

Показатель акционерной добавленной стоимости представляет собой прирост стоимости инвестированного капитала. В отличие от показателя EVA, базирующегося на бухгалтерской оценке инвестированного капитала с определенными поправками, показатель SVA исходит из рыночной стоимости инвестированного капитала.

Методика расчета акционерной добавленной стоимости (SVA) базируется на том, что рациональные инвестиции должны вызвать большее увеличение стоимости капитала компании и произведенными инвестициями, вызвавшими этот рост, и будет увеличением стоимости акционерного капитала. Прирост стоимости акционерного капитала происходит при условии, что рентабельность новых инвестиций компании превышает средне-взвешенную стоимость капитала ($ROIC > WACC$). Данной превышение существует только период, когда компания имеет конкурентные преимущества. Поэтому в показателе А.Рапппорта прогнозный период ограничен периодом, в течение которого у компании имеются конкурентные преимущества/25/.

Конкурентные преимущества не могут быть бесконечными. Наличие у компании конкурентных преимуществ, обеспечивая повышенную рентабельность капитала, приведет к обострению конкуренции, в результате

чего рентабельность инвестиций со временем будет снижаться. При потере компанией своих конкурентных преимуществ рентабельность ее инвестиций сравнивается со средневзвешенной стоимостью капитала, что приведет к равенству стоимости инвестированного капитала и показателя чистой операционной прибыли после налогообложения. При условии, что компания будет функционировать бесконечно стоимость компании в прогнозируемый период можно определить путем капитализации чистой прибыли после налогообложения.

Показатель SVA используется для управления стоимостью компании в качестве:

- величины на базе которой после расчетов, исходя из последовательности оценки, делается вывод о стоимости компании на определенную дату;

- показателя, позволяющего сделать вывод о степени эффективности инвестиций, т.е. выявить, была ли создана новая добавленная стоимость или, наоборот, в результате нерационального инвестиционного решения произошло разрушение существующей стоимости.

А.Раппапорт выделяет следующие факторы, формирующие акционерную добавленную стоимость темпы роста выручки, прибыль от операционной деятельности, увеличение инвестиций в основной капитал, увеличение инвестиций в оборотный капитал, ставка налогов, стоимость капитала.

При этом проводит разграничение данных факторов в рамках микро- и макроуровней, например: темп роста выручки зависит от размера рынка, доли рынка, объема продаж, прибыль от операционной деятельности – от розничных цен, уровня обслуживания, ставки заработной платы, цен на сырье; увеличение инвестиций в основной капитал – от замещения оборудования, обслуживания оборудования, масштаба операционной деятельности увеличение инвестиций в оборотный капитал – от износа оборудования, кредиторской задолженности, цен на сырье; ставка налогов – от эффективности структуры налогообложения;

стоимость капитала – от размера собственного капитала, размера заложенности, доходности ценных бумаг/25/.

Основные факторы влияющие на показатель SVA представлены на рисунке 6.



Рисунок 6 - Основные факторы, формирующие SVA

При управлении стоимостью компании перечисленные факторы могут быть разделены на составляющие.

Показатель SVA, также как и показатель EVA, в процессе управления стоимостью компании применяется для:

- оценки стоимости компании;
- получения информации о степени эффективности существующих инвестиций.

Преимущества применения показателя SVA связаны с нетрудоемким определением с его помощью степени достижения фирмой, подразделением или отдельным проектом цели – увеличения рыночной стоимости.

Использование рассматриваемых показателей при управлении стоимостью компании дает возможность понять насколько эффективны были совершенные инвестиции. Распределение суммы добавленной стоимости по годам при этом различно.

SVA по сравнению с EVA, имеет значительное преимущество, заключающееся в оценке первоначальной величины инвестированного капитала по рыночным данным. В отличие от расчета с EVA при работе с помощью EVA предусматривается внесение большего количества корректировок при вычислении чистой операционной прибыли после налогообложения и первоначальной величины инвестированного капитала. Очевидно, что корректный расчет величины данных показателей будет определяющим при формировании выводов в рамках управления стоимостью компании.

Как и у любого метода оценки, базирующего на определенных показателях, существуют ограничения практического использования показателей акционерной добавленной стоимости и экономической добавленной стоимости.

Первое ограничение связано с существующей предпосылкой о «бесконечном» периоде функционирования компании.

При расчете остаточной стоимости, которая с EVA определяется как величина постпрогнозируемого периода, ограниченного сроком конкурентных преимуществ, а с SVA – как величина, «разбросанная» на соответствующие годы прогнозного периода, возможна переоценка стоимости компании.

Второе ограничение обусловлено наличием искаженной величины стоимости основных фондов и, как следствие, неточным расчетом величины амортизационных отчислений. Соответственно если в результате переоценок стоимость основных фондов существенно занижалась, величина бухгалтерских амортизационных отчислений оказалась не сопоставимой с рыночными требованиями относительно величины текущих капитальных вложений.

Несмотря на отмеченные недостатки, оценка на базе показателей SVA и EVA дает дополнительный инструментарий при проведении расчетов, позволяет «разложить» стоимость по годам и является развитием метода дисконтирования денежных потоков.

2. АНАЛИЗ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ В АО «АГРОХОЛДИНГ ЕЛ-ИНВЕСТ»

2.1 Описание компании и структура управления в АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»

Акционерное общество «Агрохолдинг Ел-Инвест» создано в 2004 году. Направлением деятельности компании является сельское хозяйство, в том числе животноводство, птицеводство, растениеводство, переработка продукции сельского хозяйства. За три года деятельности компании в ее состав вошли 10 предприятий:

- ТОО Павлодарская птицефабрика;
- ТОО Агрокомбинат «Достык»;
- ТОО Павлодарзернопродукт;
- ТОО Митлайн;
- ТОО Агроцентр-Павлодар;
- ТОО Ел-Инвест;
- ТОО Дастар;
- ТОО Томарлы;
- ТОО Кызылжар Агро.

Все предприятия вошли в состав Агрохолдинга путем выкупа 100% доли участия в уставном капитале. Изначально целью создания компании являлось создание вертикально-интегрированной производственной структуры. Эффективность вертикально-интегрированной структуры агропромышленного холдинга демонстрируется, в первую очередь, тем, что внутри нее создается собственный сырьевой потенциал с созданием оптимального и безотходного производства сельскохозяйственной продукции. При данном принципе организации производства основными потребителями сырьевой продукции являются сами предприятия агропромышленного холдинга.

Месторасположение производственных комплексов агропромышленного холдинга выбрано с учетом ранее расположенных производственных объектов и зерновых хозяйств с полным циклом

завершенного производства в одной географической зоне, в Павлодарской области.

Включение группы зерновых хозяйств в состав холдинга произведено в целях обеспечения собственных поставок фуражного зерна для дальнейшего производства комбикормов. В настоящее время в состав АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» входит 5 предприятий производителей зерна, ТОО «Павлодарзернопродукт» занимается хранением и переработкой зерна.

Производство мясокостной муки для рационального использования сырьевых ресурсов производится на Павлодарской птицефабрике. Аналогичный цех действует на свиномкомплексе с целью дальнейших поставок на комбикормовый завод.

Наглядно производственную структуру АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» представлена на рисунке 7.

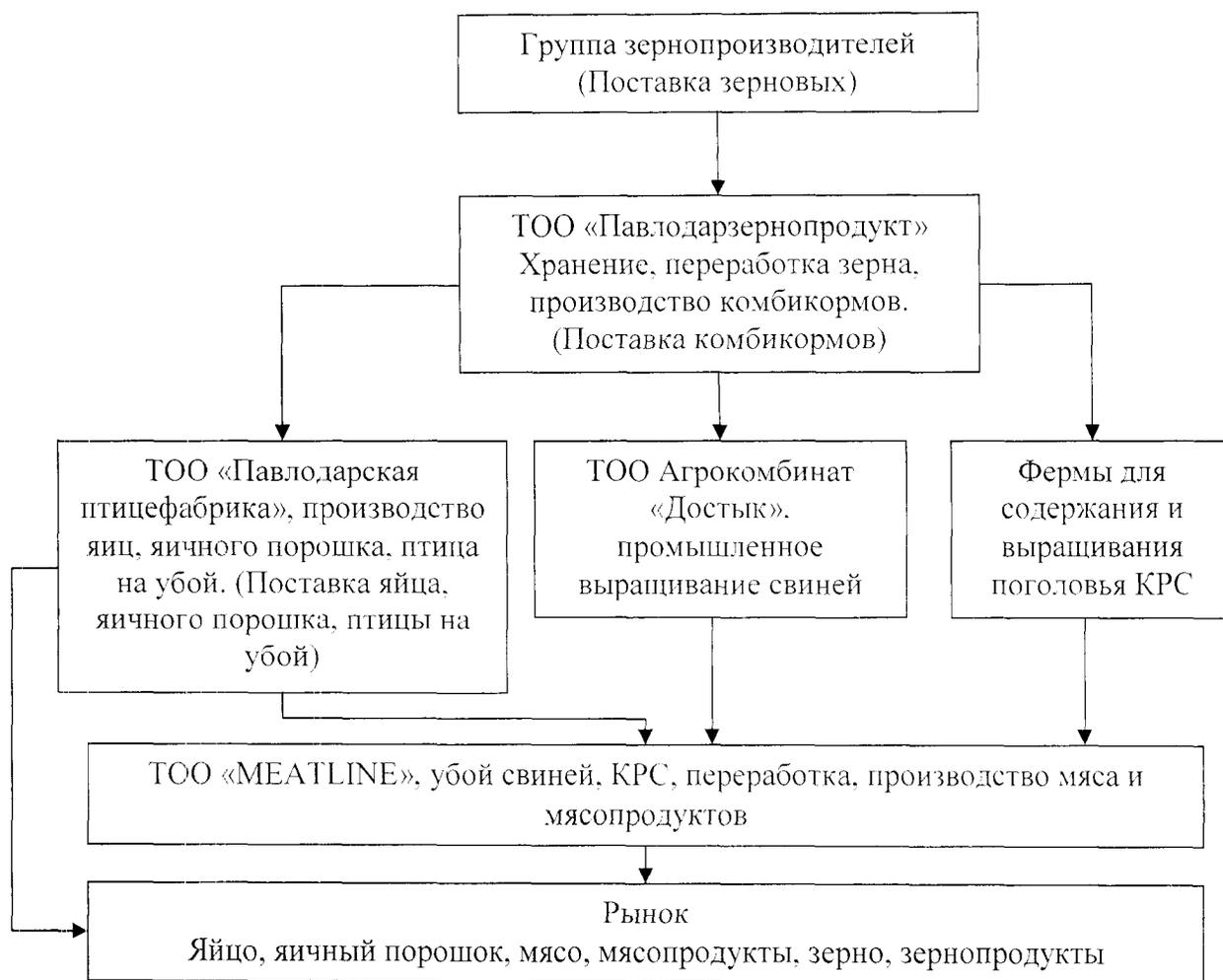


Рисунок 7 - Технологический цикл группы АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»

Группа зернопроизводителей занимается выращиванием зерновых и масличных культур на площади 60 000 га в 2007 году. Земли предприятий расположены в Павлодарской и Акмолинской областях. Все предприятия полностью обеспечены новой сельскохозяйственной техникой производства США и Германии.

При возделывании обеспечивается выполнение всех агротехнологий, совершенствуются производственный и управленческий процесс, т.к. для компании производство зерновых является одним из важнейших направлений деятельности.

Начиная с 2007 года, группа зерновых хозяйств, входящих в АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» намерены использовать в зерновом производстве не только традиционную почвозащитную систему земледелия, разработанную в Казахском НИИ зернового хозяйства им. А.И. Бараева, но и новую ресурсосберегающую технологию с соответствующим шлейфом орудий и машин.

ТОО «Павлодарзернопродукт» состоящее из трех имущественных комплексов занимается оказанием услуг по хранению зерна на элеваторе, а также хранением и переработкой зерновых культур произведенных предприятиями компании. Комбикормовый завод оснащен современным технологическим оборудованием. Предприятие полностью обеспечивает внутренние потребности в кормах Агрохолдинга. Осуществляется реализация кормов на сторону.

ТОО «Агрокомбинат «Достык» - это крупнейший не только в регионе, но и в Казахстане свинокомплекс. Производственная мощность свинокомплекса составляет 54 000 свиней в год. Продукция предприятия – мясо свинины, копченые изделия.

ТОО «Павлодарская птицефабрика» - самая крупная птицефабрика в Павлодарской области. Продукция предприятия – мясо курицы, столовое яйцо. На рисунке 7 видно, что компания практически полностью независима от внешних поставщиков. Завершенный технологический цикл при производстве

конечной продукции с высокой добавочной стоимостью делает компанию одной из крупнейших и уникальных в регионе.

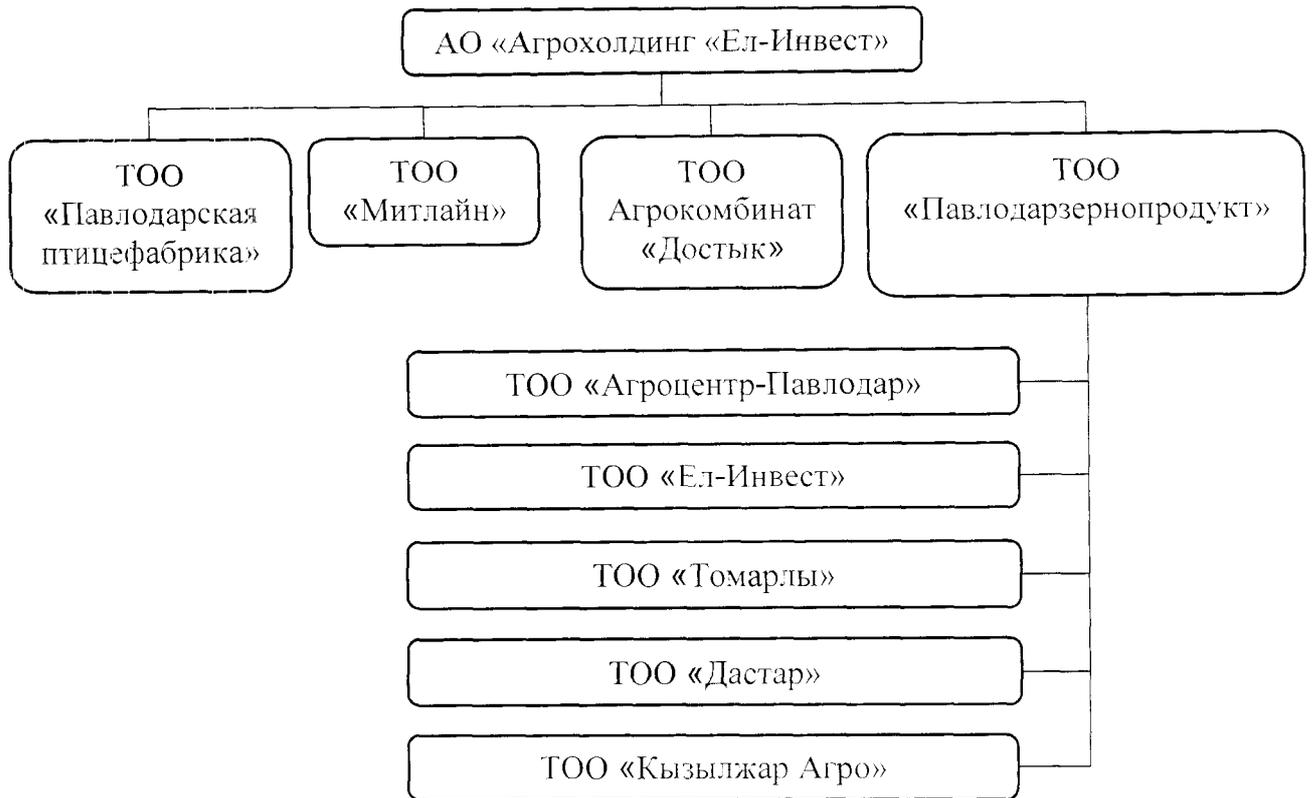


Рисунок 8 - Организационная структура АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»

Учитывая специфику отрасли, а также размеры компании управление имеет многоуровневую структуру, структура управления внутри компании представлена на рисунке 8.

Организационная структура холдинга сформирована путем учреждения дочерних товариществ, самостоятельно ведущих бухгалтерский и налоговый учет и обеспечивающих уплату налогов за счет собственных средств. В юридическом аспекте каждое из предприятий, входящее в холдинг, является самостоятельным юридическим лицом, имеющим обособленное имущество, находящееся на его балансе, и отвечающим этим имуществом по своим обязательствам.

В непосредственном подчинении Правления АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» находятся все предприятия входящие в компанию, однако для повышения качества принятия решений, а также для повышения уровня контроля предприятий, были определены зоны ответственности руководителей

структурных подразделений с делегированием полномочий в различном объеме.

Так ТОО «Павлодарзернопродукт» полностью контролирует деятельность предприятий производителей зерновых. В ведении данного предприятия находится не только управление, контроль, планирование деятельности предприятий, но и также привлечение финансовых ресурсов для финансирования деятельности.

Многоуровневность управления деятельностью предприятий компании также проявляется в наличии верхнего звена в управлении компанией. Таким звеном является Совет директоров АО «Агрохолдинг Ел-Инвест».

Совет Директоров формируется из основных акционеров компании: АО «КИНКО» и АО «Инвестиционный фонд Казахстана».

Компания является частью группы компаний АО «КИНКО» включающей в себя холдинг финансовых организаций, холдинг предприятий алкогольной промышленности, предприятия строительной отрасли и оптовой торговли, сельского хозяйства и текстильной промышленности.

АО «Инвестиционный фонд Казахстана» является одним из основных инвесторов компании. На этапе создания компании, учитывая важность данного направления бизнеса для экономики региона и республики, АО ИФК стал одним из важнейших акционеров компании.

Со временем будет произведен выкуп акций компании принадлежащих АО ИФК.

Агропромышленный холдинг имеет большой потенциал роста производства продукции и диверсификации производств за счет возможности расширения структуры холдинга, применения современных экономически эффективных технологий производств. Планируемая организация производства группой компаний по замкнутому технологическому циклу (от самостоятельного выращивания кормов и зерна до переработки и реализации продуктов сельскохозяйственного производства через собственную торговую сеть) позволит осуществлять дальнейшее снижение внутрипроизводственных

издержек и за счет увеличения объема производств снизить себестоимость продукции.

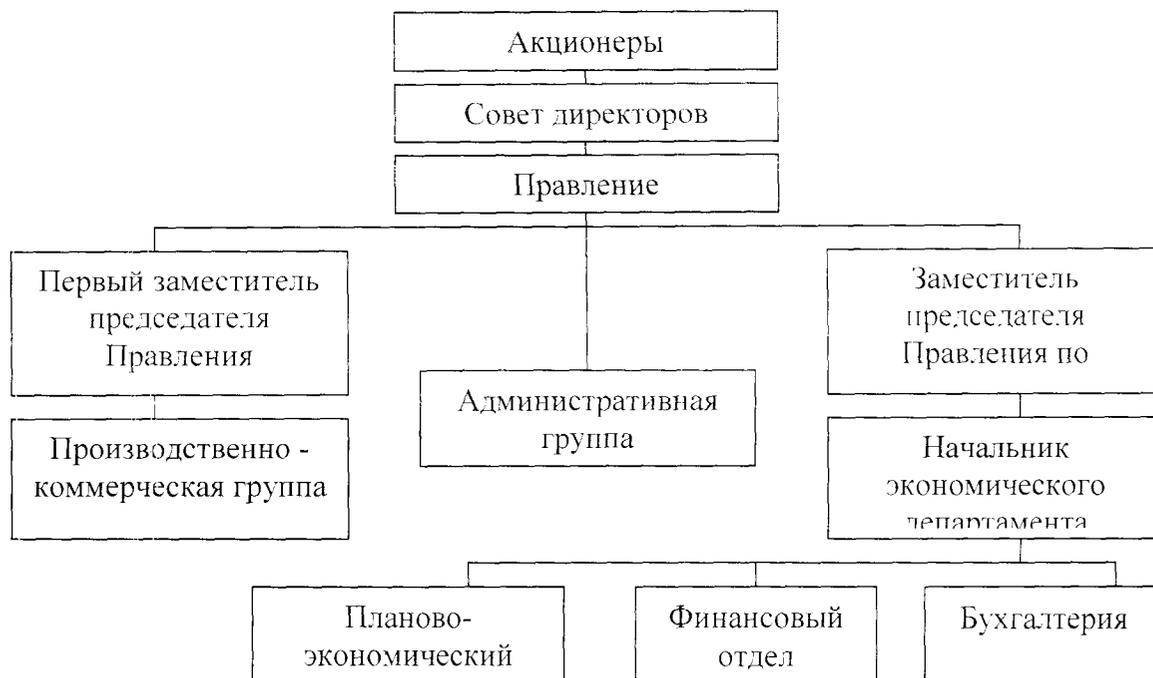


Рисунок 9 - Организационная структура АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»

В ходе реализации проекта наибольший рост планируется в производстве мяса свинины, куриных яиц, зерновых и комбикормов. С организацией мясоперерабатывающего комбината, установкой на нём убойных линий, планируется ведение промышленного забоя поголовья свиней и КРС и производство брикетированного мяса говядины и свинины.

Наибольший рост объемов производства продукции предприятиями агропромышленного холдинга планируется в период с 2007 по 2010 годы с последующим выходом на неизменную производственную мощность в период с 2010 по 2015 годы, при этом в период 2007-2008 годов основной акцент будет сделан на создании и росте сырьевой базы, наращивании поголовья, модернизации технологий и создании предпосылок по выходу на планируемую производственную мощность.

В настоящее время компанией ведется активная работа по совершенствованию системы менеджмента, построению эффективной и

прозрачной структуры. Проводится аудит деятельности международными компаниями (последняя аудиторская проверка проведена компанией Делойт и Туш).

2.2 Анализ финансового состояния компании АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»

Решающую роль в управлении стоимостью предприятия играют ключевые факторы, воздействуя на которые можно добиваться роста стоимости. Правильно налаженное управление стоимостью означает, что все устремления компании и приемы менеджмента направлены к одной общей цели: максимизировать стоимость компании, строя процесс принятия управленческих (стратегических и оперативных) решений на ключевых факторах стоимости/2,5/.

Для этих целей необходимо провести анализ финансового состояния компании в контексте управления стоимостью бизнеса. Анализ финансового состояния показывает, по каким конкретным направлениям надо вести работу по управлению стоимостью, дает возможность выявить наиболее важные аспекты и наиболее слабые позиции в финансовом состоянии предприятия.

Из всего спектра предлагаемых «простых ответов» мы взяли один из самых простых - Value Based Management, управление на основе стоимости бизнеса, концепцию с которой мы ознакомились в предыдущей главе, - и постарались посмотреть на нее с практической точки зрения/28/.

Здесь надо на минуту отойти от темы и заметить, что все решения в области стратегического менеджмента традиционно считаются довольно затратными и требующими заметных преобразований в компании. Было бы наивно думать, что это не так. Люди, предлагающие внедрение перспективных управленческих технологий, имеют достаточный опыт и знания, чтобы к ним стоило прислушиваться очень внимательно. И скорее всего, от них вы услышите о необходимости построения полноценной системы учета, анализа структуры бизнеса, подготовки персонала. Последнее очень интересно. Неготовность менеджмента компании принять созданные консультантами

разумные и законченные системы управления настолько часто приводят к полному развалу этих систем, что каждый из вас наверняка сможет вспомнить подобные примеры в личной практике. Что делать? Учить людей? Но дело не только и не столько в знаниях, просто сложно одновременно ломать старые взгляды на управление и внедрять в этой области новые технологии.

Работать было бы намного проще, если бы мы нашли пути постепенного внедрения новых управленческих технологий, позволяющие не решать одновременно несколько задач и, что важно, не тратить на ранних этапах, когда ни результат, ни даже ожидания еще не ясны, значительных денег на преобразование. Именно такая задача и поставлена перед нами - управление на основе стоимости бизнеса.

Исходные установки к анализу финансового состояния в контексте управления стоимостью такие:

- необходимо ввести в компании критерии оценки эффективности работы менеджмента с позиций управления стоимостью бизнеса;
- это решение не должно требовать внедрения систем управленческого учета или других значительных затрат;
- оно должно быть понятно и доступно специалистам, имеющим только базовые финансовые знания (в основном, это значит, что финансовое образование сводится к хорошему знанию бухгалтерии и некоторым навыкам в финансовом анализе).

Прежде чем переходить к практике, давайте обратимся к теории оценки бизнеса, чтобы выбрать методы и формулы, используемые нами в управленческой модели. Существует три группы подходов к оценке компаний: доходные, на основе активов и сравнением с другими компаниями. Методы сравнения мы вычеркиваем сразу - они опираются на информацию, которой нет в нашей финансовой или иной отчетности, значит сейчас они для нас слишком сложны. Остаются методы на основе активов, отражающие накопление компанией капитала, и доходные методы, характеризующие ее перспективы.

При выборе метода возникает вопрос - может ли компания быть оценена, пусть приблизительно, на основе данных отчета о прибылях и убытках

и баланса, так, чтобы можно было встроить эту оценку в обычный регулярный анализ ее деятельности. На самом деле это не только возможно, но и совершенно естественно.

Сразу заметим, что надо хорошо понимать, что те стандартные формы, которые готовит каждый квартал любая компания, это скорее не финансовая, а налоговая отчетность, что ограничивает ее применимость. И все же, ее точности достаточно для отслеживания динамики развития компании, особенно в условиях, когда других, более глубоких данных, либо, что происходит в большинстве случаев, она недоступна для изучения.

Для экспресс-оценки стоимости бизнеса мы выбрали два метода. Из доходных подходов это модель Гордона, из подходов на основе активов - анализ чистых активов/15,39/. Давайте рассмотрим их подробнее.

Модель Гордона в самом общем виде выглядит так:

$$\text{Стоимость} = \frac{\text{Прибыль}}{d - g} \quad (6)$$

где: d - ставка дисконтирования, применяемая к компании,

g - темпы роста бизнеса.

Эту модель мы несколько упростили, исходя из нулевого роста будущих продаж, т.к. определение темпов этого роста усложнило бы нашу задачу с одной стороны, а с другой темпы роста Агрохолдинга в первые годы было стремительным, в условиях кризиса резко замедлилось, поэтому полученный результат будет некорректно отражать действительные темпы роста, также рост компании не только снизился, а скорее всего остановился, соответственно такое упрощение не страшно в нашем случае. Более того важно понимать, что все наши методы очень приближительны. Итак остается совсем простое решение:

$$\text{Стоимость компании} = \text{Прибыль} / d, \quad (7)$$

Или, с учетом того, что такое ставка дисконтирования,

$$\text{Стоимость компании} = \text{Прибыль} / \text{WACC}, \quad (8)$$

где: WACC - средневзвешенная стоимость капитала, рассчитываемая по формуле:

$$\text{WACC} = R_{\text{собств.}} * k_{\text{собств.}} + R_{\text{заемн.}} * k_{\text{заемн.}} \quad (9)$$

где: $R_{\text{собств.}}$ - требуемая владельцами доходность акционерного капитала

$k_{\text{собств.}}$ - его доля в источниках финансирования компании

$R_{\text{заемн.}}$ - стоимость заемных средств

$k_{\text{заемн.}}$ - их доля в общем объеме финансирования

Рассчитаем стоимость нашей компании согласно этому методу за 2 последних календарных года – 2007 и 2008 годы. При расчете стоимости WACC $R_{\text{собств.}}$ возьмем за 20%, $R_{\text{заемн.}}$ за 15% - среднее значение стоимости привлеченных финансовых ресурсов.

Значение $k_{\text{собств.}}$ и $k_{\text{заемн.}}$ определим исходя из структуры собственного капитала из соответствующие раздела бухгалтерского баланса.

Таблица 1 - Значения коэффициентов собственного и заемного капитала

Значение	2007 год	2008 год
$k_{\text{собств}}$	0,68 (0,44)	0,73 (0,27)
$k_{\text{заемн}}$	0,32 (0,56)	0,27 (0,73)

Важно отметить, что при этом достаточно высокий коэффициент собственного капитала в его общей структуре объясняется, тем что в капитал включен выпущенный капитал, т.е. дополнительная эмиссия акций выкупленная ИФК с премией относительно номинальной стоимости. Однако учитывая, что договором с ИФК предусмотрен последующий выкуп данных акций с премией, относительно суммы первоначальной продажи, по

оговоренной ставке через 5 лет после приобретения акций, то данный капитал в значительной степени можно считать заемным.

В таблице первое значение рассчитано с учетом доли ИФК в структуре собственного капитала, во второй в скобках коэффициенты рассчитывались с учетом отнесения доли ИФК к заемному капиталу.

Данный показатель рассчитан таким образом, для того чтобы продемонстрировать снижение доли собственного капитала, при одновременном снижении валюты баланса, что уже говорит не просто о снижении стоимости компании, но об очень серьезном ухудшении финансового положения/33/.

Наши предположения можно подтвердить посчитав стоимость компании:

$$WACC1 = 20*0,68+15*0,32 = 18,4\%;$$

$$WACC2 = 20*0,73+15*0,27 = 18,65.$$

Таблица 2 - Значение стоимости АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» за 2007, 2008 годы

Показатель	2007	2008
Стоимость компании в тыс. тенге	7 592	- 3 093 000

Как видно из таблицы по результатам 2008 года стоимость компании получается отрицательной величиной.

В нашем случае нет смысла пересчитывать стоимость компании по различным методикам определения величины EVA и SVA, т.к. очевидно, что компания имеет низкую эффективность, подробнее мы прокомментируем названные проблемы с следующим разделе главы.

Полученные результаты, говорят об очень низких значениях основных финансовых коэффициентов. Мы не будем рассчитывать их, а применим самый популярный среди инвесторов способ оценки компании, а вернее стоимости акций компании.

Это показатели P/E и EPS.

Соотношение P/E (price-to-earnings ratio, P/E ratio) акции является отношением рыночной цены акции к доходу, приходящемуся на акцию, в течение года:

$$P/E = \text{Рыночная цена акции} / \text{прибыль на акцию (EPS)} \quad (10)$$

Если что такое «рыночная цена акции» все понимают без подсказки, то вокруг буквы «Е» в мультипликаторе P/E возникают недоразумения. Поэтому важно подчеркнуть два ключевых признака «правильного» P/E:

Для расчета используется не просто прибыль, а “прибыль на акцию”, EPS. Прибыль на акцию (EPS) берется за год.

Хотя акций нашей компании не торгуются на бирже, и соответственно нам неизвестна рыночная цена акции, тем не менее, мы знаем номинальную стоимость акции/31/.

В 2007 году доход на одну акцию номинальной стоимостью 1000 тенге составил 0,46 тенге, т.о. имеем $EPS = 0,46$, и $P/E = 2\ 173$

По результатам 2008 года, $EPS = -144$ тенге, P/E имеющее отрицательный результат вообще не имеет смысла, т.к. этот показатель показывает сколько лет компании нужно «работать» чтобы покрыть настоящую стоимость акции.

В последние 70-80 лет на развитых фондовых рынках среднее значение показателя P/E составляло 15, соответственно мы столкнулись с тем, что в 2007 году рыночная стоимость компании была завышена в 150 раз, в 2008 году, стоимость акций тем более выглядит неубедительно/32/.

Мы можем перейти от стоимости компании в целом к стоимости акции, которая будет считаться по формуле:

$$\text{Стоимость} = ROE / WACC, \quad (11)$$

Где, ROE - рентабельность акционерного капитала

Два основных финансовых показателя будут регулировать динамику изменения этой оценки стоимости бизнеса:

- Рентабельность акционерного капитала, ROE
- Финансовый рычаг (отношение заемного и собственного капитала)

Однако в нашем случае расчет стоимости акции не имеет особенного значения, т.к. во-первых доходы компании минимальны или имеет отрицательное значение, во-вторых эти расчеты должны полностью коррелировать с нашим предыдущими выводами.

Главное практическое преимущество этой модели в том, что ее можно внедрить в компании практически немедленно, распространив ее действие и на результаты предыдущей работы. Исходными данными для модели служит обычная бухгалтерская отчетность.

По этой отчетности рассчитываются несколько основных финансовых показателей:

- ROE
- финансовый рычаг
- чистые активы компании

Как уже было сказано, такой экспресс-метод внедрения стоимостного подхода в анализе текущей деятельности нельзя считать полным. Тем не менее, практика показывает, что это решение может быть эффективно на ранних этапах развития управления стоимостью бизнеса.

Простота расчета стоимости по данной методике помогла нам быстро выявить проблемы в деятельности компании, указать тенденции значения стоимости компании.

2.3 Проблемы в системе управления стоимостью компании

Результаты расчетов, полученные нами при определении стоимости компании, а также даже беглый взгляд на бухгалтерскую отчетность компании, говорят о серьезных проблемах не только в сфере управления стоимостью компании, но и ставят под сомнение эффективность менеджмента в целом.

В Агрохолдинге была принята стратегия развития компании, которая была нацелена на увеличение стоимости бизнеса. За время 5 летнего существования Агрохолдинга существенно увеличились активы предприятия, компанией приобретены 9 независимых предприятий, которые вошли в состав Агрохолдинга.

Во время создания компании в 2004 году экономика Казахстана вошла в новую для себя стадию развития. Высокие темпы кредитования и роста стоимости практически любых активов позволяли получать огромные прибыли от перепродажи активов находившихся в собственности короткий промежуток времени. Это в свою очередь подогревало еще большие аппетиты инвесторов, и вызывало бурный рост кредиторской задолженности перед банками, при этом возможность рефинансировать, долги благодаря росту стоимости активов, было достаточно просто, что пагубным образом сказывалось на эффективности текущей деятельности.

Инвестор - учредитель Агрохолдинга имел целью не просто приобрести под флагом новой компании значительное количество активов для последующей продажи бизнеса по цене выше цены приобретения, а намеревался найти стратегического инвестора либо провести IPO, выгодно продать часть пакета акций для возврата собственных инвестиций с прибылью, а затем быть совладельцем динамично развивающейся компании, при минимальных вложениях инвестиций со своей стороны.

Таким образом, компания имела целью собрать как можно больше профильных сельскохозяйственных активов по минимально возможной цене. Предполагалось, что активы, быстро дорожающие на рынке, будут иметь рост стоимости, значительно превосходящий убытки от операционной деятельности.

За все время существования Агрохолдинга компания ни за один год не показала чистой прибыли от операционной деятельности, чистая прибыль складывалась за счет переоценки стоимости активов.

Намеченный план развития холдинга, в общем, действительно проходил по намеченному сценарию, приобретенные активы переоценивались, под увеличившуюся стоимость легко привлекались заемные банковские средства,

организовывалось финансирование на условиях лизинга для модернизации устаревшего оборудования и техники.

Однако финансовый кризис резко усугубил и обнажил проблемы в управлении компанией. В условиях невозможности привлечь новые ресурсы компания утратила способность производить выплаты кредиторам. Как следствие был утрачен контроль над Агрокомплексом «Достык», который был реализован как залоговое имущество. Компания лишилась важнейшего звена в замкнутой системе аграрного производства. Инвестиции в мясоперерабатывающий комбинат автоматически просто потеряли смысл, а продукцию переработки зерна, на модернизированном комбикормовом заводе просто некуда сбывать. К тому же это предприятие имело на балансе поголовье свиней, наращенное за время владения агрокомплексом с 1500 до 24000 голов, и их реализация должна была вернуть средства, вкладываемые в развитие комплекса на протяжении более 4-х лет.

В то же время рыночная стоимость активов катастрофически снизилась, а стоимость компании продолжает снижаться из-за убыточности деятельности.

Для спасения компании была произведена смена основных акционеров. Инвестиционный фонд Казахстана за счет частично дополнительной эмиссии, частично за счет выкупа по части акций размыл долю учредителя, получив контроль над компанией. Это было произведено для недопущения банкротства компании, хотя такой сценарий устроил бы всех за исключением ИФК.

В настоящее время компания рассматривает возможность своего спасения, за счет повышения эффективности деятельности и возврата контроля над утраченными активами. Политика развития структуры абсолютно исключена.

Результат, который имеет на настоящий момент компания, от принятой политики увеличения стоимости таков: валюта баланса по результатам последнего года уменьшилась на 33%, капитал сократился на 28%, компания несет рекордные убытки. Хотя за первые 4 года существования компании удалось увеличить валюту баланса почти в 60 раз.

Не вызывает никаких сомнений, что такие впечатляющие показатели роста были определены только усилиями по привлечению заемных средств и рыночной конъюнктурой. Заслуги за эффективное управление бизнесом в повышении стоимости, по всей видимости, нет вообще.

Как нами было выяснено ранее, правильно налаженное управление стоимостью означает, что все устремления компании, аналитические методы и приемы менеджмента направлены к одной общей цели: помочь компании максимизировать свою стоимость, строя процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости.

Понимая это и принимая во внимание необходимость выполнения обязательств перед стратегическими инвесторами и акционерами компании необходимо обозначить все проблемы, которые имеются у компании в процессе управления стоимостью.

Менеджмент компании не имеет четкого представления о процессе управления стоимостью как системы мер, посредством которой действительно можно управлять стоимостью бизнеса.

Компания нуждается в трансформации системы менеджмента. Относительно плана трансформации компании мнения топ-менеджеров различны в Агрохолдинге различны.

Есть мнение о необходимости разработать новые финансовые показатели, второе сфокусироваться на внедрении программы управления качеством продукции, третье сделать акцент на пересмотре системы вознаграждения и обучения персонала, четвертое усилить внимание на системе сбыта и ценообразования.

Подобный разброс во взглядах, оказывает негативное влияние на всю деятельность компании. Совершенно ясно, что если его не преодолеть, стремление к осуществлению глубоких систематических изменений реализуется в виде беспорядочной коллекции разрозненных случайных начинаний. Поэтому необходимо разработать и внедрить принципиально новые и радикально более эффективные технологии и методики управления бизнесом,

которые позволят радикально повысить конкурентоспособность, стоимость и эффективность бизнеса.

Необходимость разработки комплекса мер связанных с реформированием компании позволяет использовать методы управления, способствующие созданию и увеличению стоимости, обеспечивающих консолидацию руководителей на пути к единой цели.

Реализации отдельных специализированных программ недостаточно для успеха трансформации в целом. Компания может потратить много времени, денег и энергии на реализацию широкомасштабных инициатив по улучшению качества продукции, повышению квалификации персонала, изменению корпоративной культуры. Однако результаты такой деятельности в Агрохолдинге могут быть ничтожными, хотя бы только по причине их несвоевременности.

Для выявления решения проблемы правильного функционирования системы управления стоимостью Агрохолдинга, необходимо выявить все проблемные элементы, для построения новой эффективной системы управления стоимостью.

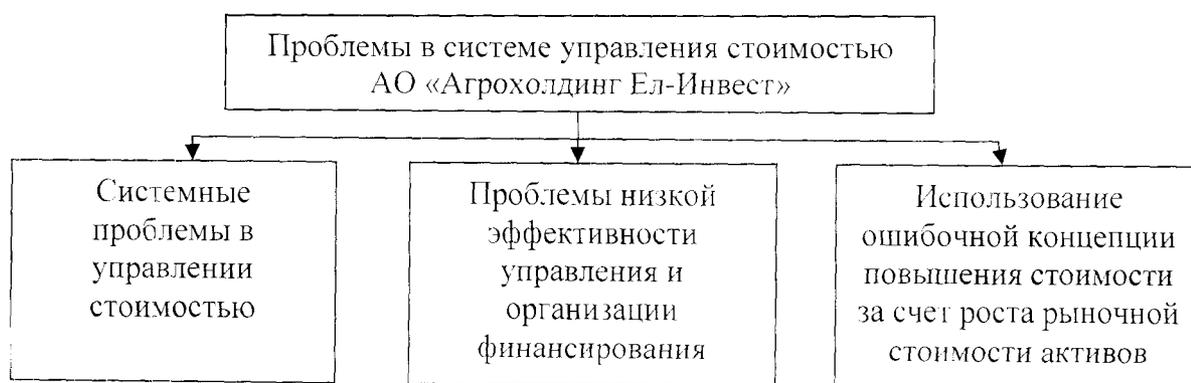


Рисунок 10 Проблемы с системе управления стоимостью в АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»

Анализируя проблемы компании можно говорить о целой системе проблем в управлении компанией и ее стоимостью.

На рисунке 10 показаны основные проблемы, выявленные в ходе анализа.

Как нами было рассмотрено ранее, система управления стоимостью включает в себя комплекс мер направленных на повышение стоимости бизнеса. В рассматриваемой компании данные составляющие успешной системы управления стоимостью отсутствуют вообще, поэтому их отсутствие носит приводит к системным проблемам в управлении стоимостью. Дерево системных проблем представлено на рисунке 11.

Во-первых, отсутствует стратегическое планирование инвестиционной стоимости капитала акционеров. Осуществляемое планирование неэффективно по причине элементарно некорректно составляемых прогнозов, свидетельством тому служит постоянное невыполнение финансовых и производственных планов. Не проводится анализ отклонений, разумеется, не принимаются меры по устранению данных отклонений. Соответственно планирование стоимости компании в таких условиях просто невозможно.



Рисунок 11 – Системные проблемы в управлении стоимостью в АО «Агрохолдинг Ел-Инвест»

Вторая проблема – отсутствие системы показателей оценки оперативной деятельности, внутренних подразделений холдинга. Из-за этого менеджмент не получает необходимой информации об эффективности деятельности каждого предприятия входящего в холдинг. В настоящее время менеджеры оперируют только показателями уровня чистой прибыли (убытка) и выручки. В таких

условиях абсолютно не определен вклад каждого предприятия в повышение (снижении) стоимости компании.

В компании абсолютно отсутствует система мониторинга факторов стоимости. Однозначно можно говорить о том, что ключевыми факторами стоимости являются эффективная организация производства и управления им, контроль издержек, уровня дебиторской и кредиторской задолженности, уровень мотивации персонала и т.д. Учитывая, что акционерами ставилась задача перед менеджментом, только в поиске новых источников финансирования без должного внимания развитию управления бизнеса в целом, становится понятно, что не только важнейшие факторы стоимости, но и вообще мониторинг влияния любых внутренних и внешних факторов стоимости оставался вне внимания управленцев компании.

Одной из ключевых проблем в управлении стоимостью Агрохолдинга является отсутствие системы мотивации, не только всех категорий работников, но и даже управленцев. Вознаграждение установлено в виде должностных окладов, система премирования отсутствует. Нечего и говорить о системе премирования нацеленной на создание стоимости компании, и выплаты бонусов за рост стоимости капитала благодаря усилиям менеджеров и других категории сотрудников компании.

Еще одна проблема - отсутствие диалога с акционерами по поводу методов управления стоимостью компании. Работа на этом участке представляет собой исполнение указаний акционеров и их видения на проблему управления стоимостью.

Вышеперечисленные проблемы не только стали проблемами в процессе управления стоимостью, но и поставили компанию под угрозу банкротства.

Данные проблемы возникли из-за непонимания того, что концептуальной базой даже самой изощренной конструкции «управления стоимостью» остается базовый принцип корпоративных финансов: стоимость компании определяется денежными потоками, которые она сможет генерировать в будущем, дисконтированными по ставке доходности, учитывающей совокупные риски активов компании и риски финансирования.

Отсюда мы можем перейти к проблемам вызванным низкой эффективностью управления компанией и некачественной организацией финансирования представленные на рисунке 12.

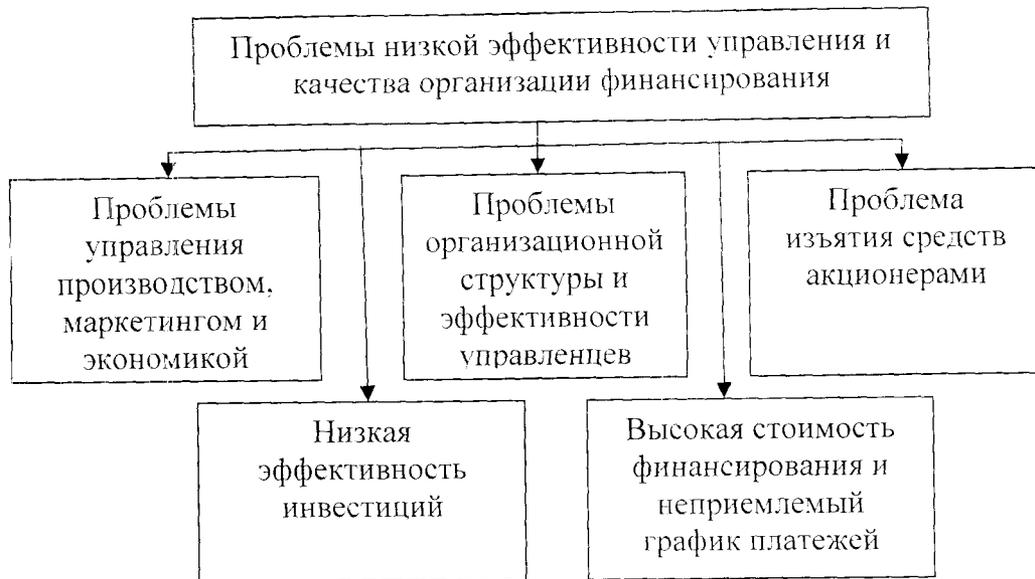


Рисунок 12 – Проблемы низкой эффективности управления и организации финансирования

Проблемы управления производством, маркетингом и экономикой мы объединили в одну группу проблем, т.к. они являются результатом неэффективности менеджмента в сфере управления операционной деятельностью компании. Так можно говорить о проблемах практически на всех участках этой деятельности – управление издержками, уровнем продаж, ценовой политикой, рентабельностью деятельности.

Низкая эффективность инвестиций – это, прежде всего низкая отдача от осуществленных инвестиций в модернизацию производства. Так затраты на сельскохозяйственную технику превысили 10 млн. долларов, а увеличения объемов производства зерна практически не увеличился, а учитывая стоимость финансирования и амортизацию данные инвестиции стали убыточными.

Безусловно, что большинство проблем возникли из-за несовершенства организационной структуры, неверного распределения центров

ответственности и полномочий, как следствие низкая эффективность управления, как в структурных подразделениях, так и в компании в целом.

Высокая стоимость финансирования в первую очередь вызвана срочностью привлечения ресурсов, несогласованность графиков погашения – банальным отсутствием времени на работу с банками по поводу согласования всех условий финансирования. Итог этого – высокие затраты на обслуживание займов, дефолты по обязательствам, и, как следствие, потеря части активов вследствие реализации банками залогового имущества компании.

Множество проблем компании также были вызваны изъятием оборотных средств, в том числе заемных, в виде материальной помощи, другим предприятиям, главного акционера компании – АО «КИНКО», т.о. в компании возникла ситуация хронической недостаточности оборотных средств, в итоге несвоевременно финансировались программы производственные программы всех предприятий холдинга. Это, конечно же, вызвало снижение урожайности, роста привеса и приплода животных, отток кадров и т.д. Результат – снижение доходов и стоимости компании.

Использование ошибочной концепции повышения стоимости за счет роста рыночной стоимости активов – пожалуй, важнейшая проблема, проблема-первоисточник остальных. Мы уже говорили об этом подходе наращивания стоимости бизнеса, отметим только, что данная концепция хоть и явилась источником текущих проблем, но в целом, возможно благодаря ей, компании удалось собрать в себя такое значительное количество активов и предприятий. На данном этапе важно переосмыслить данный подход, и прийти к построению эффективной системы управления компанией.

Названные проблемы, можно сказать, являются результатом проблемы восприятия идеологии стоимостного подхода, принципов управления стоимостью и не отлаженности управленческих процессов не только управленцами, но в первую очередь акционерами Агрохолдинга.

Стержнем идеологии стоимостного подхода является выбор задачи максимизации стоимости компании в качестве генеральной корпоративной цели, и твердая убежденность, по крайней мере, верхнего эшелона управленцев

в возможности целенаправленного и систематического управления процессом ее создания. Руководители всех без исключения предприятий Агрохолдинга должны отчетливо осознать, что их первоочередная задача - разработка и реализация стратегий, дающих максимально возможный вклад в рост стоимости корпорации. Все другие цели являются промежуточными. Они, как правило, отражают степень влияния различных групп, претендующих на долю в результатах деятельности компании, и либо трансформируются в задачу максимизации стоимости, либо служат ограничениями на пути решения этой задачи/26/.

Методология стоимостного анализа интегрируется в процесс выработки управленческих решений. основополагающие принципы оценки бизнеса дают понимание фундаментальной взаимосвязи между стратегией, операциями и финансовыми результатами, направляют усилия менеджеров на поиск альтернатив, позволяющих действительно эффективно преодолевать в первую очередь внутреннее противодействие, связанное со стереотипами сложившейся корпоративной культуры и видением развития бизнеса со стороны акционеров/26/.

Чтобы двигаться по пути роста стоимости, компании необходимо перестроиться не только идеологически, но и организационно. В основе «нового порядка» должна лежать экономическая целесообразность, когда каждое предприятие может двигаться в сторону максимизации стоимости относительно самостоятельно, а отвечать за результат будет непосредственно ее руководитель.

Приверженность цели максимизации стоимости и понимание принципов, связывающих стоимость компании с ее стратегией и организационной структурой - условия необходимые, но этого не достаточно. Важнейшей предпосылкой достижения высоких результатов является отлаженность управленческих процессов. Их можно условно разбить на три большие группы. Во-первых, это процесс принятия ключевых решений, и в первую очередь - стратегическое планирование. Во-вторых, это обеспечивающие процессы, и особая роль здесь отводится процессу обучения.

В-третьих, это бизнес процессы. Определяющими, как на корпоративном уровне, так и на уровне бизнес-единицы, являются организационная структура, разработка стратегии, распределение ресурсов, выработка целевых нормативов по ключевым детерминантам стоимости и система стимулирования ответственных руководителей. Каждый менеджер должен оцениваться по показателям, которые отражают результаты деятельности в зоне его непосредственного контроля, и отвечать за то, что находится в компетенции именно его решений/8/.

Перестройка управленческих процессов должна начинаться с вопроса о том, где и как создается или теряется стоимость, насколько эффективно работают звенья цепочки стоимости и как результаты подразделений компании соотносятся с показателями основных конкурентов. Одним из важнейших итогов стоимостного аудита может стать пересмотр сложившихся представлений менеджмента о сферах ключевой компетентности, или выявление областей, где компания глубоко и безнадежно неконкурентоспособна.

Проведя анализ, мы обозначили существующие проблемы, но перед компанией стоит задача также выявить назревающие проблемы, и их комплексное решение сможет пролить свет на реальные возможности долгосрочного роста стоимости компании.

3. РАЗРАБОТКА СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ АО «АГРОХОЛДИНГ ЕЛ-ИНВЕСТ»

3.1 Финансовая миссия компании с точки зрения акционеров и менеджеров

Финансовая модель анализа компании предполагает, что для полноценной оценки ситуации необходимо учитывать мотивы участников. Традиционный подход вычленяет отношения агента и владельцев бизнеса. Расхождение интересов агента и владельца может базироваться, например, на конфликте горизонтов: менеджменту, как правило, свойственен краткосрочный горизонт, собственнику необходим долгосрочный. Менеджмент может быть заинтересован в росте масштабов, который дает ему рост персональных полномочий. Владельцу нужен не просто рост масштабов, а рост стоимости бизнеса. Зон конфликтности может быть достаточно много, и этот срез анализа совершенно необходим для разработки эффективной системы управления стоимостью компании.

В рамках рассматриваемой компании АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» также возможно вполне закономерное возникновение конфликтов интересов менеджеров и акционеров. Поэтому для разработки эффективной системы управления стоимостью необходимо выяснить отношение заинтересованных сторон к процессу управления стоимостью компании. Есть ли у заинтересованных сторон намерение внедрять систему управления стоимостью.

Для более полного понимания вопроса о финансовой миссии АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» с точки зрения заинтересованных сторон, рассмотрим теоретические аспекты финансовой миссии компании применительно к рассматриваемой компании.

В соответствии с принципами корпоративных финансов, конфликт интересов «агент–владелец» приводит к утрате части инвестиционной стоимости бизнеса. Значит, современный анализ компании должен вводить приемы и технологии, позволяющие учитывать подобные конфликты. Концепция управления стоимостью как управленческая инновация

сфокусирована на долгосрочных интересах собственников компании и учитывает ось конфликтов «агент–собственник». Однако возникает вопрос: не противоречит ли эта управленческая инновация интересам остальных заинтересованных групп?

Существующие неоднозначные мнения можно разделить, на наш взгляд, на следующие типы точек зрения.

Первый тип — радикальный негативный — отвергает возможность отсутствия конфликта между интересами владельцев компании и остальных заинтересованных групп при внедрении концепции VBM. В соответствии с этой точкой зрения, управление стоимостью компании противоречит требованиям остальных заинтересованных групп. Между тем в современном обществе необходимо достигать максимизации благосостояния всех заинтересованных групп, а не только владельцев бизнеса.

Второй тип — радикальный позитивный — поддерживает аргументацию сторонников контрактной теории фирмы, и применительно к рассматриваемому вопросу его можно обобщить в виде следующей цепочки рассуждений. Все участники бизнеса имеют с организацией соответствующие их интересам контракты, в которых установлены требования к организации и адекватные уровни приемлемого для каждого типа участников риска. Поэтому они не претендуют на дополнительную компенсацию, их требования к компании по сравнению с требованиями ее собственников имеют приоритетный характер. Учитывая остаточный характер требований самого собственника и более высокий риск, на который ему приходится идти по сравнению с остальными заинтересованными группами, необходимо признать за ним право на дополнительную компенсацию после удовлетворения требований остальных заинтересованных групп. Поэтому фокус на стоимости акционерного капитала оправдан.

Третий тип — компромиссный — предполагает конструктивную интеграцию подхода с позиций заинтересованных лиц в концепцию управления стоимостью компании, однако и в его рамках есть различные направления. Сторонники теории «корпоративной социальной ответственности» (corporate

social responsibility, CSR) выдвигают и тестируют гипотезу, в соответствии с которой качество отношений с заинтересованными группами — существенный фактор для объяснения финансовых результатов. Эмпирические исследования этой гипотезы подтверждают наличие значимой корреляции между параметрами, измеряющими качество социальной ответственности, и доходностью капитала. Поэтому удовлетворение требований заинтересованных групп — это неотъемлемая компетентность управленческой команды, без которой финансовый успех компании невозможен. Похожие заключения делают и сторонники ресурсной теории фирмы, главный вывод из которой заключается в том, что качество отношений с заинтересованными сторонами прямо связано со способностью организации получить ценные ресурсы и рассматривается как индикатор этой способности. Обобщая позитивные взгляды на соотношение интересов акционеров и остальных заинтересованных групп компании, следует отметить появление нового направления, которое может стать инструментом достижения компромисса между сторонниками и противниками VBM. Ряд университетских ученых выступил с инициативой разработки и продвижения принципа своего рода «всеобъемлющей стоимости бизнеса». В рамках такого рода разработок обсуждается модель оценки вклада отношений компании с заинтересованными группами в создание стоимости, а также способы оценки и системы отражения этой информации в корпоративных отчетах/5,30/.

Таким образом, появление концепции управления стоимостью компании, как и положено инновации, создает стимулы к более глубокому осмыслению устоявшихся управленческих и финансовых, прежде всего оценочных, концепций.

Анализируя интересы заинтересованных сторон АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» можно сделать вывод о прослеживании четкой тенденции формирования радикально-негативного типа соотношения интересов.

Данное утверждение легко подтверждается. Как выяснено ранее акционеры как владельцы активов общества имеют четкое намерение увеличить стоимость своих вложений за счет повышения стоимости бизнеса.

Учитывая наличие в составе акционеров АО «Инвестиционный фонд Казахстана» согласно условиям договора, с которым стоимость выкупа акций заранее оговорена по стоимости выше первоначального размещения. Таким образом, для компенсации и последующего сокращения убытков для компании и остальных акционеров, необходимо повышение рыночной стоимости бизнеса. Исходя из этого финансовой миссией компании АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» для акционеров можно признать повышение стоимости компании.

Конфликтная зона, на наш взгляд, во взаимоотношениях акционеров и менеджеров компании проявляется в абсолютном игнорировании интересов управленцев собственниками компании, в том числе в виде навязывания собственной концепции повышения стоимости бизнеса, которая как показал опыт была абсолютно неверной, так и виде подавления инициативы менеджеров путем запретов и абсолютного отсутствия мотивации к изменению ситуации.

Акцентирование внимания на данном аспекте отношений акционеров и менеджеров, имеет большое значение для последующей разработки системы управления стоимостью компании адаптированной для конкретных условий АО «Агрохолдинг Ел-Инвест».

Для повышения эффективности взаимодействия, снижения конфликта интересов управленцев и акционеров, в Агрохолдинг нужна система корпоративного управления отвечающая интересам как менеджеров так и акционеров.

Корпоративное управление представляет собой самостоятельный значимый риск для владельцев капитала и, в связи с отсутствием обеспечения и наиболее низкого статуса в очереди на возврат средств в случае банкротства компании. Оказывая существенное влияние на стоимость капитала компании (дисконт-фактор при теоретической оценке стоимости, или, иными словами, оценка рисков денежных потоков компании), корпоративное управление влияет на стоимость компании и ее реальную рыночную оценку (рыночную капитализацию).

Таким образом, корпоративное управление является, наряду с фундаментальными показателями, важнейшим фактором создания стоимости компании, и система корпоративного управления эффективной компании должна быть интегрирована в общую стратегию и систему управления стоимостью.

В широкой интерпретации корпоративное управление можно трактовать как комплексную систему внутренних и внешних механизмов, которая направлена на оптимизацию структуры корпоративных агентских отношений с целью обеспечения справедливого баланса интересов различных владельцев капитала (доминирующих и миноритарных акционеров, кредиторов), реализации эффективного инвестиционного процесса в компании и роста ее стоимости.

Риски корпоративного управления делятся на внутренние (несистемные) и внешние (системные). Внутренние (несистемные) риски управляемы за счет внутрикорпоративных механизмов — это традиционно называется практикой, или качеством корпоративного управления в компании. Внешние риски (системные) слабо управляемы внутрикорпоративными механизмами и определяются качеством институциональной и политической среды, т.е. способностью последних эффективно защищать права инвесторов. Механизмом управления внешними рисками корпоративного управления является лоббирование изменений институциональной и политической среды, что доступно только крупным корпорациям/34/.

Система корпоративного управления состоит из внутренних и внешних механизмов. К основным внутренним механизмам корпоративного управления относятся:

- а) структура собственности;
- б) совет директоров;
- в) система мотивации;
- г) система принятия решений и отчетности перед инвесторами;
- д) структура кредиторов.

К основным внешним механизмам корпоративного управления относятся:

- а) рынок корпоративного контроля (слияния и поглощения);
- б) система банкротства;
- в) конкуренция на рынках продукции и факторов производства;
- г) институциональная среда;
- д) специфические внутриполитические факторы.

Повышение эффективности внутренних механизмов корпоративного управления создает стоимость конкретной компании. Повышение эффективности внешних механизмов корпоративного управления создает системную стоимость и повышает рыночную капитализацию всего фондового рынка.

В Агрохолдинге наблюдается высокая неэффективность как внешних, так и внутренних механизмов корпоративного управления. Данный факт обосновывает существование высокого потенциала роста стоимости компании за счет создания эффективной системы корпоративного управления, что должно быть учтено при формировании стратегии управления стоимостью собственниками и менеджерами.

3.2 Меры максимизации стоимости компании

Подходя к практическим аспектам реализации мер по максимизации стоимости АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» важно понимать, что теоретические аспекты концепции управления могут и должны быть применены в рассматриваемой компании. Успешность их применения полностью зависит от менеджмента компании.

Взяв для себя за ориентир максимизацию своей стоимости, каждой компании приходится прокладывать собственный путь к цели, исходя из своих стартовых позиций и индивидуальных установок. Серьезным же препятствием на этом пути пока остается отсутствие адекватных механизмов оценки бизнеса.

Меры повышения стоимости компании разрабатываются с учетом действующей системы управления стоимостью компании, однако в

Агрохолдинге ситуация системой управления стоимостью находится в таком состоянии, что первоочередной мерой должно стать разработка этой системы заново.

Для менеджеров АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» сегодня основной вопрос заключается уже не в том, необходимо ли и почему необходимо создавать стоимость компании, а в том, как ее создавать. Компания, нуждается в комплексе мер направленных на создание системы управления, ориентированной на стоимость.



Рисунок 13 - Основные меры и направления деятельности по созданию стоимости компании

В целом, как показано на рисунке 13, можно выделить основные меры и направлений деятельности, на которых компания должна сосредоточить свои усилия по созданию системы управления стоимостью бизнеса:

- подкрепить свои целевые установки четкими количественными индикаторами, увязанными с созданием стоимости;
- строго придерживаться такого подхода к управлению своим бизнес-портфелем, который позволяет максимизировать стоимость (не пренебрегая в случае необходимости и радикальной реорганизацией);
- удостовериться в том, что организационная структура компании и ее корпоративная культура подчинены требованию создания стоимости;
- глубоко изучить ключевые факторы создания стоимости, характерные для каждого бизнес-подразделения;
- наладить эффективное управление своими бизнес-подразделениями, установив для них специфические целевые индикаторы и строго контролируя результаты их деятельности;
- найти способы создания у менеджеров и рядовых работников мотивации к созданию стоимости (нужно использовать как материальное вознаграждение, так и другие формы поощрения).

Более подробно остановимся на втором и третьем пунктах, во-первых, поскольку именно они являются на наш взгляд основными мерами в процессе максимизации стоимости компании, во-вторых, учитывая организационную структуру АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» - это холдинговая компания, и, в-третьих, отраслевую направленность деятельности компании, что весьма важно для анализа эффективности бизнес-портфеля компании с точки зрения максимизации ее стоимости/26/.

Итак, мы можем утверждать, что формирование адекватного бизнес-портфеля и реализация его работы в виде оптимальной организационной структуры является важнейшим мерой создания стоимости, в нашем случае это профильные компании сельскохозяйственного сектора. Более того, можно говорить о том, что это является неким базисом или основой для успешного построения процесса управления стоимостью, поскольку именно на этом этапе

закладывается фундамент взаимоотношений между различными звеньями бизнеса.

Процесс формирования бизнес-портфеля всегда происходит на фоне выбора между полной диверсификацией бизнеса и концентрацией усилий в одном направлении деятельности. Безусловно, эти формы являются двумя крайностями в организации бизнеса, и на практике большинство компаний занимают промежуточные состояния. Однако благодаря тому, что Агрохолдинг полностью сконцентрировался на формировании структуры вертикально-интегрированного профильного холдинга, это облегчается задачи менеджменту в решении вопроса повышения стоимости компании. В то же время, ориентированный на один вид деятельности монобизнес чаще всего “по ходу дела” обрывает какими-то непрофильными активами. На данном этапе развития АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» находится в стадии начального роста, в состав холдинга входят предприятия только соответствующего профиля. Однако в целях максимизации стоимости и повышения эффективности и прибыльности компании, такое «обрастание» на определенном этапе развития может стать вполне закономерным сценарием развития компании в будущем/29/.

Для более полного понимания специфики влияния на процесс создания стоимости диверсификации и возможной необходимости диверсификации Агрохолдинга, рассмотрим положительные моменты в диверсификации бизнеса.

Безусловно, основным достоинством диверсификации бизнеса является его высокая устойчивость к конъюнктурным изменениям рынка. Чаще всего снижение доходов в силу кризиса в одной отрасли компенсируется ростом доходов на подъеме в другой отрасли, что позволяет многопрофильным гигантам всегда оставаться “на плаву”. Более того, при определенном масштабе роста многопрофильного бизнеса даже существенное снижение эффективности управления компанией порой уже не в состоянии “потопить корабль”, поскольку он превращается в самодостаточную систему, обладающую определенной синергией роста и уже имеющую доступ к определенным

ресурсам, обладающую определенной лояльностью потребителей, владеющую именем на рынке. Стабильность бизнеса является немаловажным фактором если не роста, то, по крайней мере, стабилизации на достаточно высоком уровне рыночной стоимости компании. Однако чаще всего в мире финансов стабильность и надежность противопоставляются доходности. Определенные недостатки диверсифицированного бизнеса обычно не позволяют создать высокоэффективную компанию и достичь уникальных результатов в каком-то направлении деятельности. Снижение маневренности многопрофильных компаний за счет усложнения бизнес-процедур и роста иерархичности принятия решений дополняется снижением контроля со стороны руководства холдинга над каждым отдельным направлением бизнеса и недостатком его финансирования. Последнее особенно свойственно нашему постсоветскому бизнесу. На заре приватизации и формирования рынка большинство диверсифицированных бизнесов, многие из которых сейчас превратились в так называемые финансово-промышленные группы, создавались не осознанно, а скорее стихийно по мере встречи на пути перспективных активов. Предпринимательская жила хозяина не позволяла пройти мимо “жирного куска” и по мере появления средств и возможностей бизнес разрастался как снежный ком. Но одно дело начать новый перспективный проект и совсем другое — довести его до состояния эффективно функционирующего бизнеса, особенно в ситуации, когда таких проектов у тебя два, три или вообще десять. Хроническая нехватка средств для полномасштабного финансирования всех проектов в рамках многопрофильного бизнеса до сих пор является типичной ситуацией в компании. Поэтому Агрохолдинг на настоящем этапе развития не нуждается в диверсификации бизнеса, более того, для этого в настоящий момент нет объективных предпосылок/35/.

Учитывая вышеизложенное, можно говорить о стратегически верном выборе направления деятельности холдинга. Спрос, как на конечную, так и на «промежуточную» продукцию компании практически неэластичен. Организация подобного производства весьма затруднительно в виду

значительной капиталоемкости и как следствие незначительной рентабельности капитала, а возможно даже заведомой убыточности реализации подобного проекта абсолютно с нуля.

Большинство активов холдинга – это производственные объекты, введенные в эксплуатацию в советское время модернизированные современным оборудованием и техникой.

В ситуации, когда компания для дальнейшей максимизации своей стоимости на рынке выходит на серьезный уровень роста и диверсификации своей деятельности, важно разработать комплекс мер по снижению негативных последствий такого роста. В этом случае целесообразно прислушаться к следующим рекомендациям:

- снижение маневренности компании можно избежать путем четкой регламентации бизнес-процедур и введением иерархической системы реагирования на возможные сбои работы на любом уровне управления. Этого можно достичь созданием корпоративного центра или управляющей компании, которая сможет координировать деятельность холдинга. Однако здесь также важно сохранить определенную степень делегирования полномочий топ-менеджерам “на местах”, что позволит последним самостоятельно решать проблемы бизнеса на нижнем уровне, поскольку именно там зачастую закладывается основа дисбаланса во всем бизнесе или в отдельном его направлении. Подробнее о выборе соответствующей модели корпоративного центра мы поговорим чуть позже;

- так называемой “потери фокуса” или, проще говоря, недостатка внимания к каждому направлению деятельности также можно избежать. Корень данной проблемы лежит в недоверии собственника к способностям наемного менеджмента или идеализация им (собственником) своих возможностей. Это позволяет собственнику считать, что он сможет все проконтролировать и довести до ума все направления своего многопрофильного бизнеса. Однако человек не идеален, а в сутках лишь 24 часа. Поэтому здесь тоже необходимо максимально делегировать полномочия и сконцентрироваться на системе отчетности, через которую и пытаться контролировать бизнес. Для

собственника бизнеса основными показателями отчетов будут стоимость чистых активов, которая должна расти, и рентабельность инвестированного капитала, которая не должна быть ниже доходности по самым безрисковым вложениям. На все остальное, собственно, есть смысл обращать внимание лишь в случае неудовлетворенности этими двумя показателями;

- проблему недофинансирования отдельных предприятий Агрохолдинга, безусловно, можно решать лишь путем организации разумного планирования. Планировать средства на финансирование проектов следует исходя из самого пессимистического варианта (конечно, если только при таком варианте остается экономическая целесообразность запуска проекта). Безусловно, не стоит начинать дело, если нет достоверных источников получения средств для его завершения;

- с низкой мотивацией персонала, хорошо справляется предоставление финансовой самостоятельности. В Агрохолдинге в общем эта задача могла быть бы решена гораздо проще. Необходимо разработать систему мотивации для сотрудников, чтобы у каждого работника возникло чувство собственной причастности к повышению стоимости, а для этого необходимо гарантировать вознаграждение за персональный вклад в повышение стоимости.

- недостаток, связанный с размыванием единого брэнда в нашем случае равен нулю, т.к. фактически именные названия компаний входящих в состав Агрохолдинга не обладают торговыми марками имеющими отдельную рыночную стоимость.

Как уже было сказано ранее, формирование корпоративного центра в холдинговой компании позволяет снизить влияние ряда недостатков, присущих крупному бизнесу, и поддерживать тенденцию роста рыночной стоимости компании во время её физического роста.

Для Агрохолдинга одной из мер управления стоимостью могло бы стать введение моделей управления подразделениями в соответствии с текущими задачами стоящими перед компанией.

В текущих условиях компании подошла бы модель «Оператор» по мере развития холдинга можно было бы дойти и до модели финансового холдинга.

Отметим, что компания развивалась по сценарию финансового холдинга с момента образования.

На вопрос какая модель лучше, ответить естественно невозможно. Все зависит от достаточно многочисленных факторов, но в любом случае все зависит от конкретных обстоятельств и условий в которых будет находиться Агрохолдинг в определенный момент времени. Учитывая нынешнюю ситуацию действительно может быть оправдано движение от оператора до финансового холдинга/43/.

Таблица 3 - Модели управления обособленными подразделениями

	Финансовый холдинг	Стратегический архитектор	Стратегический контролер	Оператор
Описание модели	<p>Приобретение (создание) новых компаний, их реструктуризация и назначение эффективного менеджмента.</p> <p>контроль над деятельностью бизнес-единиц через утверждение бюджетов и получение отчетов об их выполнении.</p> <p>Вмешательств о в деятельность бизнес-единиц в исключительных случаях, только для того, чтобы добиться поставленной цели</p>	<p>Разработка стратегической концепции, в рамках которой бизнес-единицы развивают собственные инициативы.</p> <p>Вмешательств о в деятельность бизнес-единиц путем проведения выборочных ревизий и проверок действующих бизнес-процедур</p>	<p>Тщательная проверка и оценка стратегии бизнес-единиц с помощью концентрации функциональных знаний и навыков в корпоративном центре.</p> <p>Вмешательств о в деятельность бизнес-единиц с целью организации взаимодействия и максимального использования эффекта синергии</p>	<p>Установка всех регламентов работы бизнес-единиц от утверждения целей до текущего контроля над их выполнением.</p> <p>Вмешательств о в деятельность бизнес-единиц путем регулярной проверки всех параметров операционной деятельности и принятия основных решений</p>

Так или иначе можно предложить для руководства компании некую систему факторов по которой можно определить какая модель управления подойдет компании в каждый момент ее развития.

Выбор оптимальной модели корпоративного центра, который сможет эффективно координировать деятельность всех бизнес-единиц в рамках одного холдинга может быть сделан на основе соотношения различных диапазонов

изменения факторов с выбором той или иной модели корпоративного центра. На этой основе можно делать выводы о том, в какую сторону двигаться при выборе модели корпоративного центра.

Следующими направлениями деятельности Агрохолдинга мог бы стать комплекс мер по обеспечению своей “публичности”, повышению инвестиционной привлекательности и, наконец, обоснованию стратегии выхода на рынок капитала.



Рисунок 14 Факторы, определяющие выбор модели корпоративного центра

3.3 Разработка и внедрение системы управления стоимостью компании

Разработка и внедрение системы достаточно продолжительный процесс, его продолжительность оценивается в 2-3 года. Для Агрохолдинга конечно это весьма длительный процесс, поэтому разработкой и внедрением системы управления стоимостью необходимо заниматься уже сейчас, иначе 2-3-х лет компания попросту может не просуществовать.

В результате проведенных исследований мы понимаем ситуацию, сложившуюся в компании, мы знаем какие проблемы есть у компании в управлении стоимостью, поэтому попытаемся разработать систему управления стоимостью для АО «Агрохолдинг Ел-Инвест».

В первую очередь надо отметить, что управление стоимостью непрерывный процесс, состоящий из череды повторяющихся действий направленных на управление стоимостью, в свою очередь разработка и внедрение самой системы также представляет из себя некую систему, состоящую из последовательности определенных действий.

Поэтому с учетом специфики финансового положения компании определим этапы разработки и внедрения системы управления стоимостью компании.

Первым шагом на пути к созданию системы управления стоимостью Агрохолдинга должно стать определение стоимости компании в качестве точки отсчета. То есть, нужно взять ближайшая прошедшая отчетная дата и на эту дату определить стоимость компании.

Существующие методы, позволяющие определять стоимость предприятия, условно можно разделить на несколько групп: а) методы, базирующиеся на определении стоимости отдельных активов, которыми

Таблица 4 Этапы разработки и внедрения системы управления стоимостью компании

Этап 1-й	Этап 2-й	Этап 3-й	Этап 4-й	Этап 5-й
Определение точки отсчета - оценка рыночной стоимости предприятия.	Составление схемы факторов стоимости компании.	Создание системы оценки оперативных и стратегических управленческих решений.	Анализ вклада подразделений в стоимость компании.	Подготовка отчета с позиции управления стоимостью.
	Внедрение системы оперативного контроля над стоимостью активов.			
	Подготовка кадров.			

Владеет оцениваемое предприятие (имущественный подход); б) методы, основанные на анализе конъюнктуры фондового рынка (как биржевого, так и

внебиржевого), а точнее сделок, совершенных с акциями или долями уставного капитала предприятий, аналогичных оцениваемому (рыночный подход); в) методы, основанные на анализе доходов оцениваемого предприятия (доходный подход). Методы различных групп позволяют рассматривать стоимость предприятия под различными углами зрения.

Имущественный подход, с одной стороны, позволяет найти ответ на вопрос о стоимости создания предприятия, аналогичного оцениваемому. Эта стоимость может рассматриваться с одной стороны как барьер для вхождения в отрасль новых конкурентов, а с другой стороны, позволяет понять, сколько могут получить акционеры, распродав активы (ликвидировав предприятие). Рыночный подход позволяет определить цену, которую инвесторы в сложившихся экономических условиях готовы заплатить нынешним акционерам за оцениваемое предприятие. Результат, получаемый в ходе использования методов доходного подхода, отражает величину денежных средств, которую предприятие способно заработать для своих владельцев в будущем/40/.

Сопоставление результатов, полученных в ходе применения методов различных групп, имеет существенно большую информативность для менеджмента предприятия, нежели результаты, полученные одним методом или усредненная величина результата. Например, если стоимость, полученная в рамках имущественного подхода, больше стоимости, определенной доходным подходом, то акционерам выгоднее распродажа активов предприятия, нежели продолжение его функционирования. Подобная ситуация сложилась в Агрохолдинге, однако учитывая специфику структуры акционеров, где контроль принадлежит государственной компании подобный исход временно невозможен.

Еще одним важным моментом является невозможность реализовать такие объекты в виду отсутствия спроса, и не возможности привлечь ресурсы для покупки активов со стороны потенциальных покупателей.

Для руководства Агрохолдинга очень важно знать где находится сейчас компания. Учитывая исследования предыдущей главы, где мы определили, что

доходным путем стоимость компании имеет отрицательное значение, а оценка рыночным путем не даст объективных данных, остается имущественный подход для определения стоимости бизнеса. В дополнение можно будет определить сумму убытка по балансу и эту отрицательную величину взять за исходное значение, поставив цель довести это значение до положительной величины в определенные сроки/29/.

Не исключено, что в последующем, в процессе разработки специфической оценочной модели для компании, стоимость на исходную дату, могут быть внесены поправки и уточнения, однако, именно в сравнении с данной величиной будут определяться достижения компании.

На стоимость Агрохолдинга, как и на стоимость любой другой компании оказывают воздействие различные факторы (факторы стоимости), в частности, ценовая политика компании, состояние производственных мощностей, уровень конкуренции в отрасли, надежность поставщиков, нормативные акты издаваемые государством, общеэкономическая ситуация в стране и т.п. Факторы стоимости можно разделить на две условные группы: внешние факторы (факторы, возникающие независимо от волеизъявления менеджмента компании, однако, это не означает, что наступление тех или иных событий нельзя было предвидеть и принять меры по минимизации негативных последствий) и внутренние влияние которых мы уже рассмотрели при определении проблем системы управления стоимостью Агрохолдинга.

Величина стоимости компании, которая может быть “уничтожена” в результате воздействия данных факторов, определяет значимость того или иного фактора стоимости.

Основные факторы формирующие стоимость нашей компании, можно разделить на группы:

- факторов операционной эффективности (темпа роста продаж, рентабельности продаж, эффективной налоговой ставки и др.);
- факторов инвестиционной эффективности (эффективности инвестиций в оборотные активы и долгосрочные активы);

- факторов финансовой эффективности (оптимизации структуры и стоимости капитала)/41/.

Повышение операционной эффективности для АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» является одним из ключевых факторов успеха, который позволит компании выйти из убытка. Спектр задач по повышению операционной эффективности довольно широк. Основные на которых необходимо сконцентрировать усилия менеджменту - снижение издержек, повышение производительности труда, оптимизация бизнес-процессов, повышение качества продукции. Результаты мероприятий по повышению операционной эффективности должны будут дать эффект практически сразу после внедрения полученных рекомендаций/30/.

За факторами инвестиционной эффективности на настоящем этапе компании необходимо только вести мониторинг и разрабатывать систему значений их эффективности.

Касательно факторов финансовой эффективности, компании необходимо реструктурировать ссудную задолженность, а также провести переговоры с ИФК по поводу стоимости их участия в качестве акционеров, а также определить сроки выкупа акций согласно реальных прогнозов прибыли.

С точки зрения управления стоимостью, важно выстроить всю систему факторов, воздействуя на которые можно добиваться постепенного роста стоимости. Система представляет совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее подразделений и отделов. Показатели детализируются для каждого уровня управления, что приводит к тому, что высшее звено руководство зачастую контролирует финансовые показатели, в то время как низшие звенья менеджмента отвечают за количественные и качественные результаты работы.

Внедрение системы оперативного контроля над стоимостью активов. В рамках концепции управления стоимостью, имущественный комплекс понимается в широкой трактовке. Понятие охватывает как материальные, так и нематериальные активы. В процессе определение рыночной стоимости компании, как точки отсчета, проводится стоимостной анализ основных

элементов имущественного комплекса. При этом, выявляются активы, которые могут быть не отражены бухгалтерском балансе, но имеющие существенную стоимость (например, товарный знак компании). Могут возникать и другие ситуации, когда отраженные в балансе активы в действительности уже обесценились. Цель этапа состоит в выявлении тех групп активов, стоимость которых, во-первых, имеет ключевое значение для компании, во-вторых, имеет значительный потенциал роста, в-третьих, достигла своего пика и теперь их выгоднее реализовать, чем обладать ими.

Стоимость отдельных объектов имущественного комплекса, также как и компании в целом, зависит от множества факторов. Большинству объектов присущи свойственные только им факторы. Для того, чтобы не заниматься анализом объектов, не имеющих критической важности для предприятия, важно четкое разнесение объектов по вышеупомянутым группам. Часть объектов, попавших в группы, должны в дальнейшем находиться под регулярным наблюдением сотрудников компании, в отношении других может быть начата предпродажная подготовка/44/.

Подготовку персонала компании к внедрению системы управления стоимостью на наш взгляд должны взять на себя акционеры компании, т.к. менеджмент не привык, а возможно не имеет стоимостного мышления. В частности в компании уже появилось понимание этого факта, так в руководстве Агрохолдинга произошли и еще планируются кадровые изменения.

Внедрение концепции управления стоимостью в сложившуюся систему управления организацией будет невозможно без адекватно подготовленных кадров, способных как самостоятельно выполнять расчеты, так и доводить оперативную информацию до соответствующих отделов/42/.

Сначала нужно будет определить круг ключевых сотрудников, которые и будут на местах внедрять основы обновленной системы управления. В качестве опорных сотрудников, должны, выступить работники финансовой службы, руководители подразделений и отделов, сотрудники служб, отвечающих за состояние имущественного комплекса. Ключевые сотрудники, должны изучить суть концепции управления стоимостью, а также основные

подходы к определению стоимости предприятия, в объеме достаточном для самостоятельного выполнения расчетов в рамках системы оценки воздействия управленческих решений на стоимость компании в целом. В дальнейшем, совместно с вышеупомянутыми сотрудниками осуществить подробный разбор факторов стоимости предприятия. Что позволяет, с определенной степенью уверенности, предполагать способность, в дальнейшем, не только довести факторы стоимости до остальных сотрудников подразделения, но эффективно управлять факторами, а также выделять новые, возникающие по мере развития компании.

Во многом задача по доведению информации о концепции управления до сотрудников подразделений ляжет на подготовленных ключевых специалистов. И этот процесс, может занять несколько месяцев, поскольку осознать возможности системы, можно лишь применяя ее практически, решая оперативные вопросы. Эффективность подготовки сотрудников во многом зависит от позиции руководства компании к нововведению. Если сотрудник осознает, что руководство компании поддерживает и поощряет новую концепцию, это зачастую является мощным стимулом к восприятию дополнительных знаний.

Этап 3-й: создание системы оценки оперативных и стратегических управленческих решений. Ориентация менеджмента на создание стоимости подразумевает наличие инструмента, позволяющего определять характер и степень воздействия того или иного решения на благосостояние акционеров. Необходимо уточнить, что подобным инструментом должно владеть не только высшее звено руководства, но и младшие менеджеры. Связано это с тем, что большинство оперативных вопросов решается руководителями отделов самостоятельно. Система оценки не позволит избежать субъективности принимаемых решений, но субъективность будет в большей степени направлена на достижение конкретных показателей, приводящих в итоге к росту стоимости компании.

Безусловно, говоря о системе оценки оперативных управленческих решений, мы не подразумеваем, что низшее звено управления, принимая

решения, будет производить сложные и трудоемкие вычисления, позволяющие определить, как изменится стоимость компании. Менеджеры должны лишь понимать направление изменения (рост или снижение) стоимости, к которому приведут их действия. Система оценки будет базироваться на факторах стоимости определенных для соответствующего звена управления. Схема факторов стоимости, система оценки управленческих решений и порядок вознаграждения труда способствуют повышению инициативности сотрудников, поскольку четко определяют поставленные перед ними цели и дают уверенность в адекватной оценке труда.

Решения о дополнительной эмиссии акций, выбор инвестиционного проекта, реструктуризация предприятия относятся к стратегическим, поскольку способны оказывать влияние на долгосрочную политику компании и ее финансовое положение. В этих случаях, расчет эффекта от принятого решения должен производиться также детально и подробно, как оценка предприятия на первом этапе. Подобные обоснования принимаемых решений позволяют выделять факторы, обеспечивающие эффективную реализацию планов, установить цели для всех звеньев управленческого аппарата в увязке с существующей системой, ориентированной на создание стоимости, и наконец, в последствии определять причины, не позволившие реализовать проект и не нашедшие свое отражение в процессе оценки принимаемого решения.

Этап 4-й: анализ вклада подразделений в стоимость компании. Учитывая, что АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» холдинговая компания, то имеется возможность анализа вклада каждого предприятия в стоимость всей компании. Для каждого предприятия необходимо определить решающие факторы стоимости и анализировать их по результатам их хозяйственной деятельности на основании утвержденной производственной программы или бюджета и фактически получаемых результатов по предоставляемой отчетности.

Одной из основных целей данного этапа должно стать выявление бизнес-единиц “создающих” и “разрушающих” стоимость. Если бизнес-единица разрушает стоимость компании, необходимо принять решение либо о

разработке системы мероприятий, позволяющих сделать подразделение доходным, либо о продаже подразделения другой компании, либо о закрытии подразделения и распродаже активов. Но даже если подразделение обеспечивает для компании прирост стоимости, важно определить насколько существенна эта стоимость в рамках компании, насколько серьезен потенциал дальнейшего прироста стоимости. В ситуации, когда бизнес-единица, обеспечивая прирост стоимости компании, не является основной (профильной), более того, в составе другого предприятия может обеспечивать существенно большую стоимость, подлежит продаже.

Этап 5-й: подготовка отчета с позиции управления стоимостью. Информация о результатах деятельности предприятия, пропущенная сквозь призму концепции управления стоимостью может через определенный промежуток времени предоставляться заинтересованным лицам, в частности акционерам. Естественно, это должна быть не разовая акция, а постоянно проводимая работа по увеличению информационной прозрачности предприятия. Такие действия дают акционерам уверенность в том, что менеджеры от них ничего не скрывают, а также сопутствуют восприятию результатов действий в более понятной форме – ведь каждому понятно – плохо это или хорошо, когда стоимость компании уменьшилась более чем на 30% только по данным бухгалтерского учета, а стоимость расчетная имеет отрицательное значение/11/.

Поэтому, данная информация, должна включаться отдельным блоком в отчет для акционеров, а также стать постоянным спутником промежуточных докладов для владельцев компании.

Таким образом, применение концепции управления стоимостью для АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» должно дать не только результаты, связанные с улучшением финансового состояния компании, но и одновременно увеличить имидж компании в глазах, как собственных акционеров, так и потенциальных инвесторов компании, что имеет в настоящих условиях непереоценимое значение.

Для Агрохолдинга внедрение системы управления стоимостью именно по предложенному сценарию поможет решить множество сопутствующих проблем, таких как бессистемность подхода к управлению стоимостью, повышение квалификации управленцев, решить проблемы распределения центров ответственности, установить четкие ориентиры в управлении стоимостью.

Именно такой системный характер действий поможет избежать ошибки бессистемного решения выявленных проблем. Проблемы определенные нами ранее, за счет планомерного и последовательного внедрения системы управления стоимостью, будут полностью решены.

Возможно компании, нужно немного отойти от последовательности предложенных действий, но только в виду необходимости антикризисного управления. Речь идет о повышении в первую очередь операционной эффективности и реструктуризации кредиторской задолженности. Необходимо радикально повысить эффективность работы именно в этих направлениях.

Резюмируя итоги исследования нужно отметить, что эффективность управления стоимостью всегда будет в первую очередь зависеть от уровня подготовленности и мотивированности персонала компании к решению этой задачи. И ни топменеджерам, ни акционерам нельзя упускать, ни этот важнейший фактор, ни какие-либо другие факторы, как произошло в Агрохолдинге. Цена ошибки, как правило, очень высока.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Диссертация была нацелена на выявление принципиальных отличий предлагаемых в концепции управления стоимостью подходов к анализу компании и движения ее капитала, позволяющих рассматривать ее как управленческую инновацию, и связанных с этим задач для менеджмента конкретной компании.

В работе ставится проблема новых требований, предъявляемых управлением стоимостью, к стратегическому процессу компании, видения нового качества ее роста - многомерного роста, анализа его финансовых измерений. Предложена позиция о необходимости разграничения бухгалтерской и финансовой моделей анализа деятельности компании, о настоятельной необходимости смены парадигмы повышения стоимости в АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» и трактовка вытекающих из управления стоимостью новых задач для компании.

В процессе исследования доказано, что вложение средств в компанию окажется максимально выгодным лишь в том случае, если менеджеры будут объективно оценивать стоимость вверенного им бизнеса и делать все, чтобы она непрерывно росла. Эта задача решается с помощью концепции менеджмента – Управления стоимостью компании (УСК) или Value based management (VBM).

Суть концепции «Управления стоимостью компаний» в том, что все решения менеджмента компании должны оцениваться с точки зрения их влияния на ее рыночную стоимость. В первую очередь это делается в угоду инвесторам. Кроме того, собственникам компании полезно знать, сколько стоит их бизнес, чтобы понять, продолжать ли им заниматься.

В 1990-х этот метод пришел в Европу и Азию, а несколько лет назад новую философию управления стали использовать и некоторые, в основном, крупные казахстанские компании, которые хотели соответствовать требованиям отечественного и западного инвестора.

Вообще управление стоимостью компании - комплексный процесс. Его можно определить, с одной стороны, как последовательную реализацию

принципов финансовой модели и построение на ее основе и с ее помощью всех решений менеджмента компаний - стратегических и оперативных, финансовых и нефинансовых. С другой стороны, управление стоимостью должно исходить из необходимости удовлетворения ожиданий всех «заинтересованных лиц».

Интерес к концепции управления стоимостью компании тем и вызван, что этот метод позволяет анализировать и оценивать результаты деятельности компании с учетом всех изменений, которые происходят в деловой среде.

Базой для более глубокого изучения концепции управления стоимостью компании послужили научные достижения ученых (Коупленда Т., Коллера Т., Муррина Т., Волкова Д. Л., Ивашковской И. В.) в управлении предприятием. Однако существует необходимость уточнения концепции управления стоимостью компании, а также критериев выбора и обоснования управленческих решений на основе данной концепции.

В работе сформулированы основные составляющие системы управления стоимостью, а также факторы, влияющие на стоимость компании.

Для наглядного изучения проблем управления стоимостью объектом исследования была выбрана компания АО «Агрохолдинг Ел-Инвест» и ее стоимость. Проведенный анализ выявил проблемные элементы в управлении стоимостью данной компании, подлежащие решению для построения новой эффективной системы управления стоимостью.

Проблемы, выявленные в управлении стоимостью Агрохолдинга, мы разделены на 3 основные группы – системные проблемы в управлении стоимостью, проблемы низкой эффективности управления и организации финансирования и использование ошибочной концепции управления стоимостью за счет роста рыночной стоимости активов.

Опираясь на теорию и практику мировых экспертов в области управления, стоимостью были выделены меры способствующие повышению стоимости компании.

Система управления стоимостью включает в себя комплекс мер направленных на повышение стоимости бизнеса. В рассматриваемой компании

данные составляющие успешной системы управления стоимостью отсутствуют вообще, поэтому их отсутствие приводит к системным проблемам в управлении стоимостью.

Проблемы низкой эффективности управления и организации финансирования привели к убыточности бизнеса, потому что именно эти показатели определяет результативность операционной деятельности компании.

Названные проблемы являются результатом проблемы восприятия идеологии стоимостного подхода, принципов управления стоимостью и не отлаженности управленческих процессов.

В качестве решения проблем управления стоимостью была предложена последовательность действий по внедрению и разработке системы управления стоимостью компании включающая пять этапов разработки и внедрения системы управления стоимостью компании адаптированных к компании АО «Агрохолдинг Ел-Инвест».

Последовательность данных мероприятий может составить систему управления стоимостью не только рассматриваемой компании, но может быть адаптирована к условиям практически любого бизнеса.

Подводя итоги диссертации можно говорить о выполнении тех задач, которые были поставлены при проведении исследования. Основной вывод работы заключается в определении важности и системности процесса управления стоимостью, необходимости постоянной и максимально эффективной работы в этом направлении, а также формировании комплексом мер стоимостного видения управленческой и иной любой работы к компании.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Волков Д. Л. Концепция управления стоимостью компании // Российский журнал менеджмента – 2005. – Т.3 № 2. – с. 3-42.
- 2 Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Т. Стоимость компании: оценка и управлени. Серия «Мастерство». – М.: Олимп-Бизнес, 2002.
- 3 Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособ. Для вузов.-М.: ЮНИТИ-ДАНА. 2002.
- 4 Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента.2004. №4.
- 5 П.Ю. Старюк. Управление стоимостью компании как основная задача эффективного собственника. Управление корпоративными финансами. 2006. №2(14).
- 6 Аркатов А. Я. Стоимостная стратегия развития предприятия. Спб.: Химиздат, 2000
- 7 Оценка бизнеса. Под редакцией А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой, М.: Финансы и статистика, 2006.
- 8 А. Мертенс. Стоимость компании в теории и на практике. Финансовый директор. 2002. №5.
- 9 С. М. Бухонова, Ю. А. Дорошенко, А. А. Рудычев, А. Я Аркатов, И. В. Оценка имущества и стоимости бизнеса предприятия. Учебное пособие. Спб., 2007.
- 10 Сычева Г. И., Колбачев Е. Б., Сычев В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Серия «Высшее образование». – Ростов н/Д: «Феникс», 2004.
- 11 А.Н.Стерлигова. Интеграл управления: Интегрированный подход в свете трансформации современных концепций менеджмента. Российское предпринимательство. 2007. № 4(1).
- 12 Паскаль Костантини. Анализ эффективности инвестиций методом Опыт ведущих компаний. М., Вершина, 2007.

- 13 Фрэнк Дж. Фабоцци. Управление инвестициями. Инфра – М, М., 2000.
- 14 В.М.Рутгайзер. Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие. М., 2007.
- 15 Д. Ковалев. Парк EVA-вского периода. Комп@ньон. 2007. №8
- 16 О.Н. Щербакова. Современные технологии оценки, используемые в рамках управления стоимостью компании: Доклад на Конгрессе «10 лет оценочной деятельности в России. Итоги и перспективы» по секции «Практика оценки бизнеса».
- 17 С. Кашин. Стоит ли хорошо стоять? Журнал «Секрет фирмы». 2004. №45.
- 18 И. Аверчев. Как оценить эффективность работы компании. Журнал «Финансовый директор». 2006. №3.
- 19 И.В. Беликов. Как сделать компанию успешной? Журнал «Уральский инвестор». 2005. №10.
- 20 С. Архипов, А.Радыгин. Собственность. Конфликты и эффективность. Вопросы экономики. 2000. №11.
- 21 Ю. Еленева, Н. Верстина. Как нам капитализировать Россию. Стоимостное мышление как основа повышения эффективности управления компанией. Журнал «Оборудование». 2003. №6.
- 22 Д.Л. Волков. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании. Российский журнал менеджмента. 2005. №3.
- 23 А.Н. Рассказова. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании. Финансовый менеджмент. 2002. №3.
- 24 Д.Л. Волков. Управление ценностью: показатели и модели оценки. Российский журнал менеджмента. 2005. №4.
- 25 Ю.Я. Еленева. Стоимостной подход как основа современного управления бизнесом. Журнал «Проблемы теории и практики управления». 2002. №3.

- 26 Ю. Козырь Оценка и управление стоимостью компании. Рынок ценных бумаг. 2000. №19.
- 27 Т. Коупленд. Управление стоимостью компании. Вестник McKinsey. 2002. №1.
- 28 В.С.Романов, Е.Б.Кукина. Исследование взаимосвязи показателя EVA и стоимости компании на российском рынке капитала. Корпоративные финансы. 2008. № 4(8).
- 29 Л. Григорьев, Е. Гуревич, А. Савотюгин. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России: Доклад подготовленный в рамках проекта ТАСИС. М., 2003.
- 30 В. Самохвалов. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости. Управление компанией. 2004. №5.
- 31 Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма?: Сборник статей. – М.: Дело, 1999.
- 32 Куколева Е., Захарова М. Безрисковая ставка: возможные инструменты расчета в российских условиях - Вопросы оценки. 2002. №2.
- 33 Е.М. Четыркин. Финансовая математика. Учебник. Дело, М., 2005
- 34 П.Ю. Старюк. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления. Экономические науки. 2007. №4.
- 35 С.Гуриев, А. Рачинский. Концентрация собственности в российской промышленности. М., 2004.
- 36 Л.М. Гохберг. Инновационный менеджмент. М., Юнити, 2004.
- 37 Корпоративное управление в России: оценка компаний. Исследование Комитета по корпоративному управлению Российского союза промышленников и предпринимателей. М., 2003.
- 38 Е.В. Чиркова. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? М., Олимп-Бизнес, 1999.
- 39 И.А. Никонова. Стоимость компании. Сборник статей кафедры «Экономики инвестиций» Московского авиационного института. М., Доброе слово, 2002.

40 Сайт: «Федерального образовательного портала «Экономика Социология Менеджмент». www.ecsocman.edu.ru.

41 Р.И. Капелюшников. Экономическая теория прав собственности. Электронный ресурс. М., ИМЭМО, 1999.
http://www.libertarium.ru/libertarium/l_libpropty_titul

42 Р. Каплан. Роль процесса управления стоимостью.
<http://www.intalev.kz>

43 Сайт: Технологии корпоративного управления – www.iteam.ru.

44 Сайт: Дело и сервис – www.dis.ru.

Приложение А
(обязательное)

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ БАЛАНС АО "АГРОХОЛДИНГ ЕЛ-ИНВЕСТ"
ЗА 2008 ГОД

Активы	Код стр.	На конец отчетного периода	На начало отчетного периода
I. Краткосрочные активы			
Денежные средства и их эквиваленты	10	9 326,00	20 063,00
Краткосрочные финансовые инвестиции	11	270 813,00	813,00
Краткосрочная дебиторская задолженность	12	1 251 684,00	1 015 764,00
Запасы	13	72 973,00	468 663,00
Текущие налоговые активы	14	124 840,00	274 466,00
Долгосрочные активы, предназначенные для продажи	15		
Прочие краткосрочные активы	16	640 849,00	1 054 016,00
Итого краткосрочных активов	100	2 370 485,00	2 833 785,00
II. Долгосрочные активы			
Долгосрочные финансовые инвестиции	20		247 518,00
Долгосрочная дебиторская задолженность	21	276 102,00	
Инвестиции, учитываемые методом долевого участия	22	16 093,00	
Инвестиционная недвижимость	23		
Основные средства	24	2 484 999,00	3 538 648,00
Биологические активы	25	226 519,00	652 227,00
Разведочные и оценочные активы	26		
Нематериальные активы	27	667,00	2 222,00
Отложенные налоговые активы	28		
Прочие долгосрочные активы	29	489 016,00	1 527 817,00
Итого долгосрочных активов	200	3 493 396,00	5 968 432,00
Баланс (стр. 100 + стр. 200)		5 863 881,00	8 802 217,00
Пассивы	Код стр.	На конец отчетного периода	
III. Краткосрочные обязательства			
Краткосрочные финансовые обязательства	30	3 125	
Обязательства по налогам	31	94 081	59 027
Обязательства по другим обязательным и добровольным платежам	32	24 610	227 915
Краткосрочная кредиторская задолженность	33	892 136	12 090
Краткосрочные оценочные обязательства	34		1 530 493
Прочие краткосрочные обязательства	35	9 213	131 242
Итого краткосрочных обязательств	300	1 023 165	1 960 767
IV. Долгосрочные обязательства			
Долгосрочные финансовые обязательства	40	151 034	869 543
Долгосрочная кредиторская задолженность	41	391 232	
Долгосрочные оценочные обязательства	42		
Отложенные налоговые обязательства	43		
Прочие долгосрочные обязательства	44	43	
Итого долгосрочных обязательств	400	542 309	869 543
V. Капитал			
Выпущенный капитал	50	4 105 475	3 667 364
Эмиссионный доход	51	-109 194	667 364

Продолжение Приложения А

Выкупленные собственные долевые инструменты	52		
Резервы	53	1 257 647	2 024 580
Нераспределенный доход (непокрытый убыток)	54	-955 521	-387 401
нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) отчетного года (5510)		-568 159	22 658
нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) предыдущих лет (5520)		-387 362	-410 059
Доля меньшинства	55		
Итого капитал	500	4 298 407	5 971 907
Баланс (стр. 300 + стр. 400 + стр. 500)		5 863 881	8 802 217

Продолжение Приложения А

(обязательное)

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ БАЛАНС АО "АГРОХОЛДИНГ ЕЛ-ИНВЕСТ"
ЗА 2007 ГОД

Активы	Код стр.	На конец отчетного периода	На начало отчетного периода
I. Краткосрочные активы			
Денежные средства и их эквиваленты	10	20063	3375
Краткосрочные финансовые инвестиции	11	813	851
Краткосрочная дебиторская задолженность	12	1015764	620486
Запасы	13	468663	351829
Текущие налоговые активы	14	274466	142458
Долгосрочные активы, предназначенные для продажи	15		
Прочие краткосрочные активы	16	1054016	276967
Итого краткосрочных активов	100	2833785	1395966
II. Долгосрочные активы			
Долгосрочные финансовые инвестиции	20	247518	247218
Долгосрочная дебиторская задолженность	21		
Инвестиции, учитываемые методом долевого участия	22		
Инвестиционная недвижимость	23		
Основные средства	24	3538648	3451407
Биологические активы	25	652227	578524
Разведочные и оценочные активы	26		
Нематериальные активы	27	2222	516
Отложенные налоговые активы	28		
Прочие долгосрочные активы	29	1527817	975484
Итого долгосрочных активов	200	5968432	5253149
Баланс (стр. 100 + стр. 200)		8802217	6649115
Пассивы	Код стр.	На конец отчетного периода	На начало отчетного периода
III. Краткосрочные обязательства			
Краткосрочные финансовые обязательства	31	59027	366392
Обязательства по налогам	32	227915	164087
Обязательства по другим обязательным и добровольным платежам	33	12090	23097
Краткосрочная кредиторская задолженность	34	1530493	331090
Краткосрочные оценочные обязательства	35		
Прочие краткосрочные обязательства	36	131242	922578
Итого краткосрочных обязательств	300	1960767	1807244
IV. Долгосрочные обязательства			
Долгосрочные финансовые обязательства	40	869543	206634
Долгосрочная кредиторская задолженность	41		
Долгосрочные оценочные обязательства	42		
Отложенные налоговые обязательства	43		
Прочие долгосрочные обязательства	44		
Итого долгосрочных обязательств	400	869543	206634
V. Капитал			
Выпущенный капитал	50	3667364	3000000
Эмиссионный доход	51	667364	

Продолжение Приложения А

Выкупленные собственные долевые инструменты	52		
Резервы	53	2024580	2110591
Нераспределенный доход (непокрытый убыток)	54	-387401	-475354
Доля меньшинства	55		
Итого капитал	500	5971907	4635237
Баланс (стр. 300 + стр. 400 + стр. 500)		8802217	6649115

Приложение Б
(обязательное)

ПРИЛОЖЕНИЕ Б «КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И
УБЫТКАХ ЗА 2007 - 2008 ГОД»

Наименование показателей	Код стр.	За отчетный период	За предыдущий период
Доход от реализации продукции и оказания услуг	10	1352122	2229494
Себестоимость реализованной продукции и оказанных услуг	20	1057013	2074739
Валовая прибыль (стр. 010 - стр. 020)	30	295109	154755
Доходы от финансирования	40		
Прочие доходы	50	548837	290000
Расходы на реализацию продукции и оказание услуг	60	43953	33522
Административные расходы	70	564255	269215
Расходы на финансирование	80	231372	100123
Прочие расходы	90		
Доля прибыли/убытка организаций, учитываемых по методу долевого участия	100		
Прибыль (убыток) за период от продолжаемой деятельности (стр. 030 + стр. 040 - стр. 050 - стр. 060 - стр. 070 - стр. 080 - стр. 090 + / - стр. 100)	110	4366	41895
Прибыль (убыток) от прекращенной деятельности	120		
Прибыль (убыток) до налогообложения (стр. 100 + / - стр. 120)	130	4366	41895
Расходы по корпоративному, подоходному, налогу	140	2969	3786
Итоговая прибыль (убыток) за период (стр. 130 - стр. 140) до вычета доли меньшинства	150	1397	38109
Доля меньшинства	160		
Итоговая прибыль (убыток) за период (стр. 150 - стр. 160)	170	1397	38109
Прибыль на акцию	180	0,001	0,013

Наименование показателей	Код стр.	За отчетный период
Доход от реализации продукции и оказания услуг	10	1160691
Себестоимость реализованной продукции и оказанных услуг	20	1878783
Валовая прибыль (стр. 010 - стр. 020)	30	-718092
Доходы от финансирования	40	
Прочие доходы	50	1020052
Расходы на реализацию продукции и оказание услуг	60	31125
Административные расходы	70	327669
Расходы на финансирование	80	164396
Прочие расходы	90	352519
Доля прибыли/убытка организаций, учитываемых по методу долевого участия	100	
Прибыль (убыток) за период от продолжаемой деятельности (стр. 030 + стр. 040 + стр. 050 - стр. 060 - стр. 070 - стр. 080 - стр. 090 + / - стр. 100)	110	-573749
Прибыль (убыток) от прекращенной деятельности	120	
Прибыль (убыток) до налогообложения (стр. 100 + / - стр. 120)	130	-573749
Расходы по корпоративному, подоходному налогу	140	3281
Итоговая прибыль (убыток) за период (стр. 130 - стр. 140) до вычета доли меньшинства	150	-577030
Доля меньшинства	160	
Итоговая прибыль (убыток) за период (стр. 150 - стр. 160)	170	-577030
Прибыль на акцию	180	-0,144259